



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ARAGÓN



**EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA
Y EL TIPO DE CAMBIO EN EL CRECIMIENTO
ECONÓMICO DE MÉXICO, 1994-2011**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

HÉCTOR CARRASCO GONZÁLEZ

ASESOR: MTRO. AUGUSTO SANTIAGO VÁSQUEZ



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

ÍDICE

Introducción	9
Capítulo 1	
CONSIDERACIONES TEÓRICAS SOBRE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA	13
1.1 El dinero: conceptualización, definiciones funcionales y características.....	13
1.1.1 Definiciones funcionales del dinero	14
1.1.2 Características del dinero	15
1.2 Consideraciones teóricas sobre las políticas monetaria y cambiaria	15
1.2.1 Variables instrumentales ortodoxas	16
1.2.2 Variables instrumentales no ortodoxas	18
1.2.3 Nota sobre las variables instrumentales de apoyo a la política monetaria	21
1.3 Consideraciones teóricas sobre el tipo de cambio.....	22
Capítulo 2	
DESREGULACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS ECONÓMICA DE 1994-1995	29
2.1 <i>Washington Consensus</i>	29
2.2 La desregulación financiera en México.....	33
2.2.1 El abandono de la canalización del crédito.....	35
2.2.2 La liberalización de las tasas de interés.....	36
2.2.3 La eliminación del encaje legal.....	37
2.3 Recuento de la crisis económica de 1994-1995.....	40

Capítulo 3

INSTRUMENTACIÓN DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA, 1995-2011.....	45
3.1 El uso del régimen de “saldos acumulados” como instrumento de política monetaria.....	47
3.2 El mecanismo de transmisión de la política monetaria en México.....	49
3.3 La política monetaria en México: hacia un esquema de objetivos de inflación.....	57
3.3.1 La política monetaria de objetivos de inflación en México.....	60

Capítulo 4

EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO, 1994-2011.....	75
Conclusiones	89
Apéndice	95
Mecanismos de intervención en el mercado cambiario.....	100
Bibliografía	103
Notas Periodísticas y Páginas de Internet Consultadas	109

Agradecimientos

Familia

En primer lugar, agradezco a Dios haberme permitido tener salud para poder terminar estos estudios.

Así también, expreso mi infinito agradecimiento a mis padres: la Sra. Rosalba González Melchor y al Lic. Juan Héctor Carrasco Aguilar, por su paciencia, apoyo inestimable, dedicación, atención incondicional, esfuerzo y, sobre todo amor, siempre demostrados. Nunca podré pagarles todo lo que me han dado. A mi hermano Emmanuel A. Carrasco González y a mi hermana Guadalupe M. Carrasco González, a quienes respeto y quiero. Los amo a todos, gracias por confiar en mí.

A la Sra. Martha Aguilar Marín y al Sr. Juan Carrasco Sánchez por su amor y cariño. Especialmente, agradecer a mi abuelo por inculcar en mi padre y, en mí, la *exspecto el scientia* [búsqueda del conocimiento], y por su amplia y valiosa herencia bibliográfica. Asimismo, a mis tíos y primos.

A la Sra. Martha Melchor Sánchez y al Sr. Benito González Hernández, así como a mis tíos y primos porque gracias a ellos conozco el valor de la humildad, el compromiso, el trabajo, el sacrificio, el esfuerzo y la lucha, siendo siempre fuente de inspiración y motivación para mí.

Un agradecimiento especial para la Lic. Yesenia S. Mancha Rodríguez por su amor, apoyo y amistad a lo largo de muchos años y con quien he compartido parte importante de mi vida.

Institución

Quiero agradecer a mi *alma mater*, la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), a la Facultad de Estudios Superiores Aragón (FES-Ar), por haberme formado no sólo en lo profesional, si

no en lo personal, humano y deportivo. Asimismo, agradecer a las personas que con sus impuestos hicieron posible el financiamiento de mi educación.

Profesores

A quienes por sus enseñanzas, experiencias, y apoyo dados fueron importantes. Con respeto, admiración y gran aprecio, quiero expresar mi gratitud a:

Mtro. Augusto Santiago Vásquez, por ser mi compañero, profesor, asesor y amigo durante toda la investigación.

Mtro. Salomón Guzmán Rodríguez por sus aportaciones a la investigación, pero sobre todo por su amistad y enseñanza.

Al Dr. Juan Carlos Téllez Mosqueda, por sus clases de gramática, que hasta hoy son un factor importante en mi formación profesional. Además, las atenciones para proporcionarme ideas y textos sobre mi tema de investigación.

A la Dra. Irma Manrique Campos, porque conocerla me motivó a la conclusión de esta investigación, justo en el momento más complicado de la misma.

Amigos

A todos mis queridos amigos: Guillermo González García, Jesús González García, Luis (*El Padrino q. e. p. d.*), Víctor Manuel Chávez Pineda, Diego Armando Chávez Pineda, Manuel Robledo, Daniel Díaz de León, Norma Fragoso, Álvaro Díaz Patiño, Marcos Pérez, Dante Mercado.

Asimismo, al Lic. Ulises Flores Merlín y Lic. Brenda Lara, Q. F. B. Gilberto Mendoza, C. P. Karla Navarro, Lic. Érica Castillo, José A. Cervantes, Alma Érica Velázquez, Fernando López Mota, Oscar Olivares, Lic. Jonathan Ortega, Miguel A. Ramírez, Miguel A. Lucas Hernández y Carlos Valdés.

Al Lic. Oscar Mejía, Lic. Elizabeth Alcántara, Lic. Claudia Lara, Lic. Saráí García, Lic. Sandra Palomo, Lic. Alberto Sámano, Lic. Agustín

Cortés; Lic. Adrián Cortés; Lic. Pablo López; Lic. Marcos Pacheco; Lic. Fausto Cruz; Lic. Sandra Vargas; Lic. Jacobo Gordillo, Lic. Nancy Cruz, Lic. Iván Contreras, Arq. René Olivares, Lic. Mario Cardoso.

A todos gracias, por su amistad, aprendizaje, ayuda y convivencia que siempre recordaré.

Adicionalmente, comparto algunas frases que motivaron la presente investigación:

Lo que ha sido creído por todos, siempre y en todas, tiene todas las posibilidades de ser falso. PAUL AMBROISE VALÉRY

En psicología está plenamente documentado el proceso de la «disonancia cognitiva»: aferrarnos a una creencia compartida por otros, aunque la realidad y el sentido común nos indiquen otra cosa. ROBERT J. SHILLER

Perdemos más dinero a causa de cuatro palabras que por ser víctimas de un asalto. Estas cuatro palabras son: esta vez es distinto. CARMEN M. REINHART Y KENNETH S. ROGOFF

INTRODUCCIÓN

A LO LARGO DEL PERIODO DE ESTUDIO de la presente investigación (1994-2011), la economía mexicana ha transitado por periodos irregulares: crisis, recuperaciones endebles, reactivación del crecimiento, nuevamente crisis, y estancamiento. Durante estas irregularidades destaca, para algunos investigadores, el abatimiento de la inflación. Sin embargo, hoy en día, muchos estudios e investigaciones cuestionan el *costo de oportunidad* de este logro: bajo crecimiento económico, elevado desempleo y la baja calidad de los mismos, inseguridad, violencia, y pérdida del poder adquisitivo del salario, baja inversión productiva y la falta de industrialización del país.

Por lo anterior, es necesario revisar algunas características, básicas pero significativas, de los dos extremos estratégicos del desarrollo en México, así como sus resultados.

En la primera, implementada desde la década de los años 1950 hasta 1982, se basó en una fuerte intervención estatal en el mercado financiero y real, y en una política comercial proteccionista. El PIB real creció a una tasa media anual de 6.6 por ciento, con una inflación media anual de 10.7 por ciento. Durante la fase llamada del *desarrollo estabilizador*, que abarcó de 1958 a 1970, el PIB real creció a una tasa media anual de 6.8 por ciento, con una inflación de apenas 2.5 por ciento anual, considerándose la etapa más exitosa conocida como el *milagro mexicano*.

La segunda, de 1982 a la fecha, se caracterizó por la desregulación económica y la apertura comercial, donde se asumieron mercados reales y financieros “competitivos y eficientes”. Bajo este modelo económico denominado por algunos investigadores como *neoliberal*, los resultados han sido menos satisfactorios. De 1982 a 2007, el PIB real creció a una tasa media anual de 2.2 por ciento, con una inflación media de 34.6 por ciento.

Tomando en cuenta la estrategia vigente, los resultados evidencian la presencia de importantes “fallas de mercado” en la economía mexicana, no siendo adecuados los

instrumentos de la política monetaria, en parte, para la superación de las limitaciones de las economías en desarrollo como México. Por ello, la política monetaria, valiéndose de instrumentos de control directo e indirecto y de una política fiscal restrictiva mediante reducción del gasto público en inversión, intentó corregir estas “fallas”. En otras palabras, las políticas de liberalización y desregulación de la economía y de control para la estabilidad monetaria y cambiaria se han encargado de que el impacto en el crecimiento económico no sea favorable durante el período de estudio, ya que han afectado los fundamentos de la economía y el funcionamiento del sistema financiero en formas no previstas por sus impulsores.

La alta dependencia externa ha provocado que nuestro país no sólo no actúe de manera soberana, sino que al padecer crisis recurrentes, sus recuperaciones sean de manera muy endeble, lo que nos coloca en una situación de alta vulnerabilidad frente al comportamiento de variables externas como las exportaciones y la entrada de capitales.

La investigación que toma cuerpo en estas páginas está estructurada en cuatro partes. En la primera parte se pretende establecer una base teórica y conceptual sólida, así como conocer los instrumentos tradicionales y los no tradicionales de la política monetaria. Además, se busca comprender los diferentes regímenes cambiarios para preparar una visión amplia del tema de estudio.

En la segunda parte de la investigación se integra una referencia histórica, que va desde lo que John Williamson denominó en 1989 el “Consenso de Washington” y la influencia y aplicación de estas políticas en el proceso de desregulación financiera en México. De esta manera se adoptan los planteamientos de la liberalización y desregulación financiera encaminadas a privilegiar los mercados, aduciendo una profunda decepción de la intervención estatal en las actividades financieras nacionales que terminaron provocando la primera crisis de liquidez en los años noventa, que puso en entredicho al sistema financiero internacional y generó el inicio del temor al “efecto dominó” sobre el resto de los mercados emergentes. Sus resultados fueron devastadores para nuestro país. Asimismo, debido a la crisis y la utilización de la política cambiaria como ancla para abatir la inflación, la política monetaria se convierte en ancla nominal de la inflación, lo que implicó dotar al Banco de México de las condiciones necesarias para aplicar reglas y acciones operativas discrecionales enfocadas sobre la estabilidad del poder adquisitivo del dinero.

La tercera parte se enfoca a la investigación de la instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria. Esto debido a que ya sucedida la crisis de 1994-1995, se regresó a un escenario de inflación elevada, lo que deterioró la credibilidad del banco central. Por lo tanto, se ratificó el combate a la inflación y el anuncio de la instrumentación de un tipo de cambio flexible, con el fin de enfrentar los efectos negativos del influjo de capitales. Para ello, el Banco de México utilizó diversas medidas de restricción monetaria y de acumulación de activos internacionales

para estabilizar, aparentemente, a la economía, mediante el impacto a las variables que integran la demanda agregada, provocando mayor fragilidad. Dado este nuevo esquema, surgieron cambios relevantes en la política monetaria y cambiaria, que han olvidado la búsqueda del crecimiento económico mediante la formación sólida y el fortalecimiento de su mercado interno.

En la cuarta y última parte del presente trabajo se pretende dar a conocer que la instrumentación de la política monetaria y el tipo de cambio han tenido un impacto desfavorable en las *entrañas de la economía mexicana* –por ejemplo, en las MIPYMES y el empleo– y por consecuencia en el crecimiento económico; es decir, no ha habido correspondencia entre las acciones llevadas a cabo y los resultados que tenemos hoy en la economía mexicana. Por ello, la hipótesis planteada es que la política monetaria, relativamente restrictiva, al ser dirigida de manera “estricta”, para conseguir la meta inflacionaria dentro de un rango establecido (3 +/- 1%), ha provocado el deterioro de las fuentes del crecimiento económico (MIPYMES y empleo) y que ha llevado a debilitar el sistema financiero doméstico mediante la creación del denominado *riesgo moral*, por lo que el mismo sistema financiero se ha apartado de sus funciones de financiamiento al sector productivo. Por lo tanto, las consecuencias de la instrumentación de la política monetaria de metas de inflación (*inflation targeting*) han sido negativas, ya que las señales que se pretenden llevar a cabo –donde las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios– por la Junta de Gobierno del Banco de México han sido a costa de agudizar el problema del estancamiento económico, lo que nos indica que las metas de inflación manifiestan problemas para cumplirse. Todo lo anterior, de manera implícita, incita a cuestionar la acumulación de reservas internacionales, ya que si tomamos en cuenta que las instituciones internacionales, encargadas de la estabilidad y el crecimiento económico de las naciones, hoy están cuestionadas, también lo son sus criterios de política económica.

A lo largo de la investigación se establece una visión sobre el funcionamiento de la política monetaria y el tipo de cambio que reflexiona sobre la necesidad de modificar la estrategia de política económica, lo que implica atender, de manera urgente, los problemas estructurales de la economía mexicana. Asimismo, se invita a tomar conciencia sobre la reactivación del crecimiento económico y el empleo de calidad, mediante una mayor intervención del Estado y el impulso a la inversión productiva.

Por último, el trabajo cierra con un apartado de conclusiones, donde se plantean observaciones y propuestas que desde nuestro punto de vista son viables para que el país retome el crecimiento económico.

CAPÍTULO 1

CONSIDERACIONES TEÓRICAS SOBRE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

1.1 El dinero: conceptualización, definiciones funcionales y características

ES FUNDAMENTAL INDAGAR SOBRE EL CONCEPTO del dinero, ya que éste es una parte importante en las economías y en los sistemas financieros. Para ello, acudiremos a los siguientes desarrollos teóricos:

Irving Fisher contempla al dinero únicamente como un medio de pago.¹ Mientras que Milton Friedman, considera al dinero no sólo como medio de pago sino también como un activo financiero, que compite con otras formas de mantener riqueza (Mántey 1994). El dinero es todo lo que se acepta generalmente en los intercambios. Y cualquier cosa que se acepte generalmente como medio de pago es dinero, por muy poco habitual que sea el material del que este hecho (Dornbusch 2005). El dinero se define en términos de lo que es capaz de hacer: dinero es cualquier activo que puede ser fácilmente usado para adquirir bienes y servicios (Krugman 2009).

Así, podemos decir que el principal criterio para definir el dinero es la facilidad con que un activo puede utilizarse para transacciones y, en particular, la liquidez² del activo. Por su parte, Ortiz (2001) menciona que “debido a que una vez que un sistema monetario se establece, el dinero tiende a ampliar sus funciones, de simple medio de intercambio y de unidad de cuenta, a un medio para diferir pagos a futuro, así como medio para atesorar valor. De lo anterior, procede mencionar que un sistema monetario eficiente tiende a generar un sistema de crédito.”

¹ Basado en la *teoría cuantitativa*, donde su idea básica es la neutralidad del dinero dentro del proceso de creación de valor y dentro del proceso de ajuste del mercado como simple lubricante del sistema de intercambio; es decir, sin influencia en la producción, la inversión, empleo, al determinar sólo el nivel general de precios.

² El término liquidez se refiere a la “facilidad con la que los activos pueden convertirse en dinero”. Véase: *Enciclopedia práctica de economía [The Book of Money]*. Para (Krugman 2008) es la característica de un activo que puede convertirse en efectivo con rapidez y sin mucha pérdida de valor.

1.1.1 Definiciones funcionales del dinero

Es indispensable establecer los “usos del dinero”, también llamadas “funciones del dinero”, siendo estos los siguientes:

1) *El dinero como unidad de cuenta.* Su importancia radica en la de proveer un *estándar* de valor de cambio, o precio, a las mercancías que se ofrecen en el mercado. Lo que significa que todos los bienes y servicios adoptan un precio expresado en unidades monetarias. De esta función del dinero, se deriva lo que se conoce como poder de compra o poder adquisitivo de la moneda, que depende de la cantidad de bienes y servicios que pueden obtenerse, a través del tiempo, con una cantidad fija de dinero” (Ortiz 2001).

2) *El dinero como medio de intercambio.* Esta función surge de la importancia de eliminar los problemas del trueque directo o indirecto, al ser éste un obstáculo para realizar intercambios de bienes y servicios. Es condición necesaria para que el dinero sea un eficaz vehículo de intercambio. Fluctuaciones imprevistas o de importante magnitud en el poder adquisitivo del dinero minan su aceptación general.³

3) *El dinero como medio para diferir pagos.* En la operación de los mercados implica la venta de bienes y servicios que se pagan después de cierto tiempo. “El dinero debe ser un instrumento capaz de conservar su valor a fin de hacer ventajosas este tipo de transacciones. La apreciación inesperada del poder adquisitivo del dinero es desventajosa para el agente adquirente del bien o servicio, ya que deberá pagar con dinero que vale más, en relación con el producto adquirido. Por su parte, la depreciación del dinero es desventajosa para el proveedor, dado que se le paga con dinero depreciado. En consecuencia, la razonable estabilidad del poder adquisitivo es una condición necesaria para que el dinero ampare eficazmente los contratos a futuro” (Ortiz 2001).

4) *El dinero como medio para atesorar valor de cambio.* Para poder actuar como medio de pago el dinero debe ser depósito de valor, es decir, un medio de conservación del poder adquisitivo a lo largo del tiempo. Fundamental para la supervivencia y expansión de una sociedad económica.

Una moneda que cumple satisfactoriamente con estas cuatro funciones se le conoce como una moneda fuerte o estable. Monedas que no cumplen con estos requerimientos son llamadas débiles.⁴

³ En ciertas situaciones de crisis económica, otros bienes y activos pueden desempeñar dicha función (Krugman 2008).

⁴ Es responsabilidad prioritaria de los gobiernos de los países proporcionar monedas fuertes para garantizar la estabilidad y el crecimiento de la economía (Ortiz 2001).

1.1.2 Características del dinero

Una vez establecidas las funciones del dinero, pasamos a considerar sus características:

1) *Valor intrínseco*. Esta característica incide en la parte formativa de un sistema monetario, dado un consenso general con respecto al objeto u objetos que son utilizados como medio de pago. Por valor intrínseco entendemos que dicho objeto debe tener un valor de uso, además del valor de cambio, lo cual implica que es un objeto escaso y apreciado por la sociedad.

2) *Durabilidad*. Es otra característica indispensable, al considerarse al dinero como un medio para atesorar valor.

3) *Oferta y demanda estables*. Fluctuaciones drásticas en la disponibilidad del medio de intercambio tenderá a depreciar o apreciar su valor en términos del resto de las mercancías. “Fluctuaciones drásticas en su demanda también provocará los efectos anteriormente dichos, que necesariamente tienden a minar la eficiencia del sistema monetario, dado que el valor del dinero se torna difícilmente predecible, que afecta también su función de medio para atesorar valor de cambio” (Ortíz 2001).

4) *Homogeneidad*. Que cada unidad de la misma debe ser lo más parecida a la otra. El dinero concebido como unidad de cuenta y medio de intercambio pierde efectividad cuando las unidades monetarias son distintas entre sí, al dar origen a problemas entre los agentes que participan en una transacción.

5) *Divisibilidad*. Atribución deseable en un medio de intercambio, sobre todo para la realización de pequeñas transacciones. Es decir, el dinero debe ser fácilmente divisible en partes iguales para permitir la compra de unidades más pequeñas.

6) *Portabilidad*. Implica la facilidad, deseable en una mercancía dinero, de poder transportarse de un lado a otro.

1.2 Consideraciones teóricas sobre las políticas monetaria y cambiaria

Para abordar los aspectos teóricos sobre política monetaria, partimos de algunas de sus definiciones que servirán como guía para el desarrollo de nuestra investigación, y que enseguida se abordan.

La política monetaria se refiere a la acción tomada por el banco central para afectar las condiciones monetarias y financieras con objeto de sostener el crecimiento del producto, aumentar el empleo y lograr la estabilidad de precios.⁵

⁵ *The New Palgrave a Dictionary of Economics* (1987).

La política monetaria consiste en la acción consciente emprendida por las autoridades monetarias, o la inacción deliberada, para cambiar la cantidad, la disponibilidad o el coste del dinero, con objeto de contribuir a lograr algunos de los objetivos básicos de la política económica. El más importante para la política monetaria es, sin duda, la estabilidad de precios, pero también puede cooperar en el logro de un crecimiento sostenido y, obviamente, a favor del equilibrio externo. (Cuadrado 1995). También, se define a la política monetaria “como el conjunto de acciones implementadas por la autoridad, orientadas a influir sobre la composición de la cartera de activos de los agentes económicos (personas físicas, empresas y bancos). Esto significa que las acciones de política monetaria afectan el equilibrio previo de las carteras, con lo que desatan el proceso de ajuste originado en el esfuerzo de los agentes por restablecer el equilibrio en ellas. En este proceso de búsqueda de nuevo equilibrio es que se afectan, en la forma deseada, primero las variables intermedias y, finalmente, las variables objetivo de política económica” (Ortíz 2001). Por último, (Mishkin, 2007) dice que “la política monetaria consiste en el conjunto de acciones que determinan las condiciones bajo las cuales se proporciona el dinero que circula en la economía, con lo cual se influye en el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo”.

1.2.1 Variables instrumentales ortodoxas

1) *Operaciones de mercado abierto (OMAs)*. Consisten en la compra-venta de títulos gubernamentales en el mercado por parte del banco central. Su acción expande o contrae las reservas bancarias, es decir, administra la liquidez⁶ afectando directamente a las reservas libres del sistema bancario, así como a los depósitos bancarios y saldos especulativos de empresas y personas. A través de dichos cambios, se influye en la fijación de la tasa de interés y de la oferta monetaria, impactando a la tasa de interés en el mercado de dinero⁷ y eventualmente sobre la inflación.

Cuando hay una colocación o venta de bonos, la tasa de interés ofrecida es competitiva (atractiva), bancos, empresas y personas compran dichos bonos, lo pagan con dinero en efectivo, depósitos a la vista o reservas bancarias. La reacción que es una baja en los saldos especulativos y depósitos bancarios de empresas y personas, así como reservas libres de los

⁶ En el contexto de la instrumentación de la política monetaria, el término *liquidez* se refiere a los excesos o faltantes en las cuentas de los bancos dentro del banco central (las cuales son conocidas como cuentas corrientes o cuentas únicas). Por ejemplo, si un banco comercial requiere billetes y monedas para distribuir en el público, el Banco de México le proporciona los billetes y monedas al mismo tiempo que debita su cuenta corriente. En este caso el banco comercial tiene un sobregiro con el Banco de México, es decir tiene un faltante de liquidez.

⁷ Se denomina también, *mercado de deuda (money market)* porque concentra y permite negociar títulos que representan otras formas que tiene el dinero, aparte de monedas y billetes y los depósitos a la vista, que constituyen el M1. Otras formas son el M2 y el M3 y en algunos casos el M4, según su naturaleza y plazo, son llamados *cuasidineros* y documentan deudas a cargo de empresas y gobiernos. La importancia de este mercado radica en que es de las principales fuentes de financiamiento para los sectores público y privado.

bancos, disminuye la oferta monetaria porque disminuyen las reservas que los bancos comerciales pueden multiplicar, provocando un incremento de la tasa interés, disminución del crédito, la inversión y por lo tanto, una desaceleración en la actividad económica. Contrariamente, una compra de bonos, quiere decir que la autoridad monetaria ofrece pagar un precio atractivo por los bonos en el mercado financiero. Bancos, empresas y personas venden dichos bonos, lo que significa entradas de dinero en efectivo, incremento de los depósitos a la vista y de las reservas bancarias, por lo tanto hay un incremento de la oferta monetaria, vía el multiplicador, disminución de la tasa de interés, que estimula la toma de crédito y la inversión, por lo tanto se acelera la actividad la actividad económica.

2) *Manipulación de tasas de reservas bancarias o tasa de encaje legal.* Es la proporción del monto que deben mantener depositados los bancos comerciales en el Banco Central. Mecanismo que tuvo su origen en la función del Banco Central como prestamista de última estancia que garantizaba que los bancos siempre tuvieran una reserva y acceso al crédito del instituto central en situaciones de asedio bancario, es decir, el mantener dicha reserva legal otorga a los bancos la membresía para acudir al banco central cuando las reservas fueran escasas.

Existe una relación negativa entre la tasa de encaje legal y reservas bancarias con relación a la oferta monetaria. Cuando la tasa de encaje legal es alta implica una disminución en el monto de reservas que el sistema bancario puede multiplicar, disminuyendo los efectos expansionistas del proceso. Por lo tanto la disminución en la oferta monetaria implica una influencia directa por parte del banco central y una influencia indirecta sobre el incremento de la tasa de interés, la disminución del crédito y la inversión, afectando la actividad económica.

Contrariamente a lo anterior, la disminución de la tasa de encaje legal implica un incremento de las reservas sujetas al efecto multiplicador para incrementar los efectos expansionistas. Así, el incremento en la oferta monetaria conlleva una influencia directa por parte del instituto central, e indirecta en la baja de la tasa de interés, incremento del crédito y la inversión, promoviendo acelerar la actividad económica.

De esta manera el banco central tiene atribuciones para incrementar o disminuir estas tasas en forma discrecional. “En ocasiones puede fijar tasas de encaje legal hasta por 100 por ciento, cuando pretende controlar la totalidad de la captación bancaria de cierto tipo (depósitos en moneda extranjera, por ejemplo)” (Ortíz 2001).

3) *Manipulación de tasas de redescuento.* Es aquella tasa de interés con la que los bancos comerciales y particulares pueden obtener fondos en préstamos por parte del banco central. Por un lado, esta tasa establece el costo que tiene para el sistema bancario financiarse con el banco central. Por otro lado, se determinan los niveles de reservas prestadas a los bancos comerciales. Si la tasa de redescuento se incrementa, desalienta al sistema bancario de solicitar préstamos y redescantar documentos, *ceteris paribus*, provocando una desaceleración de la

actividad económica. Contrariamente, si disminuye la tasa de redescuento, se alienta a los bancos a endeudarse con el banco central para contar con mayores reservas, las cuales al multiplicarse, expanden la oferta monetaria, acelerando la actividad económica.

1.2.2 Variables instrumentales no ortodoxas

Se les llama no ortodoxas (no tradicionales) porque su utilización puede afectar negativamente a otras variables. Estas medidas las puede tomar la autoridad monetaria a fin de afectar las variables intermedias (oferta monetaria, reservas bancarias, tasa de interés, composición del crédito, tipo de cambio) para alcanzar un fin determinado. Su importancia radica en que su utilización es riesgosa debido a los efectos que puedan tener en la economía en general, ya que pueden causar problemas peores de lo que pretendía resolver. Estas variables son las siguientes:

1) *Manipulación directa de la tasa de interés.* La tasa de interés es tradicionalmente una variable intermedia, es decir, es una variable que expande o contrae la demanda agregada, por lo tanto, las alzas o bajas de ésta se logran a través de los instrumentos ortodoxos, los cuales actúan sobre las reservas bancarias, después sobre la oferta monetaria y finalmente sobre la tasa de interés.

Sin embargo, se dice que este enfoque tiene ciertos defectos. Por un lado, los instrumentos ortodoxos influyen con excesivo rezago en la tasa de interés, es decir, no hay una influencia rápida debido al tiempo que tardan las variables en situarse al nivel requerido. Lo anterior es importante en momentos en que debido a la presencia de ciertos desequilibrios se requiera mover la tasa de interés con menor rezago. Esto tiene importancia debido a que el banco central actúa como colocador de bonos y las tasas que se pagan por esos instrumentos son tasas líderes en el mercado.

Por otro lado, además del rezago, existe un problema de la magnitud de la influencia dado que el control de la oferta monetaria por parte del banco central no es absoluto. Esto se debe a que ni las reservas bancarias, ni el multiplicador bancario, y ni la tasa de interés están libres de la influencia de otros factores fuera del control de la autoridad monetaria.⁸ Esto puede causar incertidumbre y desconfianza en los resultados finales, esperados por la implementación de los instrumentos tradicionales.⁹ Asimismo, también afecta la relación estable o inestable de la oferta monetaria¹⁰ respecto a las reservas, como variable intermedia, y la tasa de interés.

⁸ Recordemos que la tasa de interés nominal o cotizada se integra por una tasa de interés libre de riesgo y está determinada por diversas primas: prima de riesgo de incumplimiento, prima por riesgo de inflación, prima por liquidez y prima por vencimiento = tasa nominal. Reflejan las características propias del instrumento y las expectativas económicas y financieras que se tienen del futuro. Otros factores adicionales que determinan las tasas de interés son: déficit comercial, política monetaria, balanza comercial, acontecimientos políticos (García 2007).

⁹ Por ejemplo, si el efecto es insuficiente, la tasa de interés no crecerá lo esperado y no cumplirá los objetivos para lo cual se le hizo subir. Contrariamente si el efecto es mayor al esperado, su nivel se situará por encima de lo

Entre las ventajas de la utilización de la tasa de interés como variable instrumental son:

- a) Sus resultados son mucho más rápidos en relación con los instrumentos ortodoxos, en lo que se refiere a su influencia sobre las variables objetivo de la política económica y monetaria (crecimiento del PIB, crecimiento del empleo, eliminación de la inflación, equilibrio de la balanza de pagos). Esta rapidez se basa en que al afectar directamente la tasa de interés se ahorra el desfase que ocurre entre la aplicación de las variables ortodoxas, impacto sobre las reservas, su influencia sobre la oferta monetaria y, finalmente, sobre la tasa de interés.
- b) Su rapidez la hace un instrumento ideal para atenuar el asedio sobre el mercado cambiario, y disminuir la fuga de capitales.
- c) En economías en las que sea prioritario el mantenimiento de una paridad fija o un desliz fijo de tipo de cambio, la fijación de la tasa de interés es mucho más eficiente que las variables tradicionales.

No obstante, entre las desventajas podemos citar las siguientes:

- a) La manipulación discrecional de la tasa de interés puede afectar las fuerzas reales que determinan su nivel de largo plazo, al acusar trastornos al sistema económico.
- b) Puede dar origen a niveles inconvenientes de la oferta monetaria, conduciendo a situaciones de inflación o deflación.¹¹
- c) Los movimientos discrecionales de la tasa de interés crean incertidumbre en la fijación de costos de financiamiento a las empresas, lo que da lugar a la especulación¹² en el proceso de formación de precios.
- d) Cuando el gobierno es un importante usuario del crédito, los movimientos discrecionales en la tasa de interés complican la planeación de las finanzas públicas. En especial a tasas crecientes, aumenta el déficit financiero del sector público, contribuyendo a mantener el “circulo vicioso” de inflación, altas tasas de interés y déficit público creciente.

conveniente, lo que impacta excesivamente a otras variables en forma negativa (la inversión, por ejemplo) (Ortiz 2001).

¹⁰ Este concepto encierra cierta complejidad. Esto se debe a la propia definición de las funciones del dinero, que hacen difícil darle especificidad al contenido de la oferta monetaria. sin embargo, es aceptada la clasificación de agregados monetarios M1, M2, M3, M4.

¹¹ Definimos la *deflación* como el descenso en el nivel general de precios.

¹² Definimos a la *especulación* como la “Interferencia en el mercado para conseguir beneficios en el corto plazo”. También es importante mencionar que la especulación no es necesariamente mala. “Si no hubiera especuladores que compraran cuando otros vendieran y que vendieran cuando otros comprarán, no siempre sería factible para quienes tienen activos disponibles, venderlos, y para quienes tienen dinero comprarlos.” *Enciclopedia práctica de la economía [The Book of Money]*.

e) La inestabilidad de las tasas de interés tiende a crear “ilusión monetaria”¹³ entre los ahorradores, con el consecuente efecto negativo sobre las expectativas, cuando las tasas toman un nivel más moderado.

2) *Control selectivo del crédito.* Es un mecanismo a través del cual la autoridad monetaria influye en el destino o estructura del crédito otorgado por el sistema financiero. Su objetivo es garantizar que las actividades económicas, que se consideran prioritarias, cuenten con un flujo adecuado de recursos financieros, a tasas competitivas y plazos.

Entre las ventajas del control selectivo de crédito destacan las siguientes:

a) Garantiza créditos en montos, tasas y plazos preferenciales para actividades económicas prioritarias, lo que hace que la composición del crédito responda a los requerimientos óptimos del crecimiento y desarrollo.

b) Permite atenuar y contrarrestar espirales inflacionarias a través de tasas de interés bajas, aplicadas a créditos canalizados a actividades claves y prioritarias.

c) Permite cierta distribución del ingreso entre sectores productivos dinámicos y tradicionales, y entre estratos de la población, al favorecer a sectores tradicionales y estratos de ingresos bajos o intermedios.

A su vez, entre las desventajas del control selectivo podemos citar:

a) Aumentan los costos de intermediación financiera. Dado que el subsidio otorgado por el banco central no compensa la totalidad de los costos en que incurren los intermediarios financieros, esta política contribuye a elevar los costos de operación de los bancos y, en consecuencia, las tasas de interés activas que deben pagar los usuarios no favorecidos con el control selectivo.

b) Puede dar lugar a errores en la asignación de los recursos, al fomentar actividades menos costeables (desde el punto de vista económico), al encarecer y limitar el crédito a sectores productivos dinámicos, lo que aumenta sus costos y constriñe su crecimiento.

c) Su implementación y administración requiere de un aparato de gestión, calificación y supervisión.

3) *Financiamiento del déficit fiscal.* Las diversas opciones de financiamiento del déficit público¹⁴ constituyen variables instrumentales de la política monetaria en la medida de que deben

¹³ Descripción del comportamiento de las personas al considerar el valor nominal del dinero como si fuera real. *Enciclopedia práctica de la economía [The Book of Money]*.

¹⁴ Las opciones que existen en manos de la autoridad monetaria para financiar la deuda son: a) Colocación de valores emitidos por el gobierno y las empresas públicas en el mercado financiero, que son absorbidas por el

tomarse en cuenta a fin de coordinarlas con otras variables y evitar así, en lo posible, efectos contrapuestos. El gasto público es el más importante instrumento de la política fiscal. Su correcto financiamiento, según las circunstancias y objetivos de la política económica, es responsabilidad de la política monetaria.

4) *Política cambiaria*. Consiste en el conjunto de acciones que implementa la autoridad monetaria con el fin de fijar o administrar la paridad del tipo de cambio de la moneda nacional respecto a las monedas de otros países.¹⁵ Es un instrumento necesario en virtud de que las otras acciones de política monetaria puedan dar por resultado desequilibrios en las relaciones económicas del país con el resto del mundo. Asimismo, al conjunto de monedas extranjeras más importantes para el comercio y las finanzas internacionales se les conoce genéricamente como divisas.¹⁶

Dentro de los aspectos importantes sobre política cambiaria tenemos que el tipo de cambio puede ser expresado en términos nominales y en términos reales. El tipo de cambio nominal únicamente proporciona el precio de una moneda con respecto de otra. Sin embargo, el tipo de cambio real sí está corregido por las diferencias internacionales en los niveles de precios y, además, éste es usado como indicador de la competitividad internacional de la moneda de un país, y para juzgar el grado de sobrevaluación¹⁷ o subvaluación¹⁸ de dicha moneda.

1.2.3 Nota sobre las variables instrumentales de apoyo a la política monetaria

Finalmente, las variables de apoyo consisten básicamente en controles que la autoridad monetaria impone a las instituciones financieras, a través de las cuales se refuerzan las acciones de política monetaria. Las más comunes son las siguientes:

público bancario y no bancario; b) Préstamos directos del sistema bancario al gobierno y a las empresas públicas; c) Financiamiento mediante contratación de deuda externa; e) Financiamiento mediante emisión primaria o monetización del déficit público (Ortíz 2001).

¹⁵ Dado que el valor interno de las monedas de los diversos países es distinto entre sí, la definición del tipo de cambio entre ellas es condición indispensable para establecer relaciones económicas a nivel internacional. Asimismo, los movimientos en el tipo de cambio pueden tener un impacto fundamental sobre los objetivos de política económica. Por ello, definimos al tipo de cambio como un precio relativo, es decir, el precio de una moneda que se expresa en términos de otra moneda. Al tipo de cambio también se le conoce como *paridad cambiaria* o simplemente *paridad* (Krugman 2008).

¹⁶ Para el concepto de *divisa* (Mascareñas 2003) menciona que "una divisa es un depósito, o saldo bancario, en moneda distinta de la local realizado en una institución financiera. Por lo tanto, no confunda el billete en moneda extranjera con divisa, ésta última tiene una existencia virtual cosa que no le ocurre al primero. Así, 1.000 dólares americanos en billetes no son una divisa, pero una cuenta en dólares en España sí son divisas. Cuando una divisa de expresa en otra se le denomina *tipo de cambio*."

¹⁷ Situación que se presenta cuando una moneda sube su precio, en relación a otras monedas, más allá del nivel real. Véase: *The New Palgrave a Dictionary of Economics*.

¹⁸ Situación contraria a la sobrevaluación. Baja el precio de la moneda en relación a otras monedas, más allá del nivel real. Véase: *The New Palgrave a Dictionary of Economics*.

- (1) Control sobre el crecimiento de los pasivos de la banca;
- (2) Fijación del nivel de capitalización de las instituciones financieras.

Las variables intermedias de la política monetaria son sobre las cuales las variables instrumentales actúan directamente, incidiendo sobre la dirección y nivel de las variables objetivo, siendo las siguientes

1. *Oferta monetaria.*
2. *Tasa de interés.*
3. *Reservas bancarias.*
4. *Composición del crédito.*
5. *Tipo de cambio.*

Las variables objetivo de la política monetaria son:

1. *Crecimiento del PIB.*
2. *Crecimiento del empleo.*
3. *Eliminación de la inflación.*
4. *Equilibrio de la balanza de pagos.*
- 5.

1.3 Consideraciones teóricas sobre el tipo de cambio

Para complementar lo anterior, sobre la política cambiaria, como variable no ortodoxa, es necesario mencionar algunos aspectos relevantes que pueden incidir cambios en la paridad cambiaria y poder manifestarse en una economía.

Básicamente existen cuatro opciones de política cambiaria o también llamados regímenes cambiarios que pueden ser adoptados por las economías dependiendo de sus objetivos de política económica.

a) *Tipo de cambio fijo.* La forma como la autoridad monetaria logra la estabilidad del tipo de cambio es a través de la intervención directa del banco central en el mercado de divisas. El superávit comercial implica una mayor demanda de la moneda local en el mercado de divisas, que se encuentra presionando al alza su cotización. Para evitar la revaluación de la paridad,¹⁹ el banco central participa activamente en el mercado al vender la cantidad demandada de la moneda, lo que equivale a comprar la cantidad excedente de divisas. Del mismo modo, cuando la balanza comercial es deficitaria, existe una demanda excedente de divisas, equivalente a una oferta excedente de moneda local. En estas condiciones, el banco central

¹⁹ La revaluación en tipos de cambio fijos, significa incremento en el precio de la moneda expresado en relación con otras monedas.

evita la devaluación²⁰ del tipo de cambio al vender divisas en el mercado y absorber la oferta excedente de moneda local. Tanto la compra como la venta de divisas se hace con abono o cargo a las reservas internacionales del instituto central. En esta medida, la base monetaria²¹, crece con la compra de divisas y decrece con la venta, con lo que ejerce así su influencia sobre la oferta monetaria²² y el nivel general de precios.

Entre las ventajas del sostenimiento de un tipo de cambio fijo cabe destacar, las siguientes:

- 1) Evita la creación de expectativas devaluatorias que afectan el comportamiento de los agentes económicos, lo que hace descender la propensión de éstos hacia actividades especulativas.
- 2) Permite al sector productivo tomar decisiones que involucran relaciones financieras con el exterior en forma más eficiente y sin incertidumbre.
- 3) En el contexto internacional de un nivel de precios estable, evita la generación de fuentes autónomas de inflación por costos de las importaciones, lo cual contribuye a la estabilidad interna de precios.
- 4) La adopción de esta política cambiaria a nivel mundial, permite un crecimiento más sano de las relaciones económicas internacionales.
- 5) El sostenimiento del tipo de cambio obliga a las autoridades monetarias a seguir una política económica estabilizadora o conservadoramente expansionista.

A su vez entre las desventajas del sostenimiento de tipo de cambio fijo destacan:

²⁰ La *devaluación* en tipos de cambio fijos se refiere a la reducción del valor de una moneda respecto a otra. Una brusca caída en el valor de una moneda frente a otras monedas. "En sentido estricto, la devaluación sólo se refiere a las fuertes caídas en una moneda en un plazo determinado del tipo de cambio en el sistema. También por lo general se refiere a un acto deliberado de política gubernamental, aunque en los últimos años se ha culpado a la especulación financiera" Véase, *Términos de economía*, en *The Economist*.

²¹ Podemos definir a la *base monetaria* como el conjunto de reservas creadas o en poder del banco central, sujetas a ser multiplicadas por el sistema bancario a través del mecanismo del crédito, proceso que da lugar a la oferta monetaria (Ortíz 2001). También es llamado dinero de *alta potencia* (Dornbusch 2005).

Este concepto corresponde al pasivo monetario del Banco Central. En el caso de México este pasivo está formado principalmente por los rubros siguientes: billetes y monedas en poder del público y las reservas de la banca comercial, éstas se integran por la cuenta corriente de valores y depósitos en el Banco de México, circulante en caja y la inversión en Certificados de Tesorería (CETES) de la banca comercial. La base monetaria puede definirse por sus fuentes y por sus usos. Tiene como fuentes: a) disponibilidad en oro, plata y divisas del Banco Central; b) financiamiento neto del Banco Central al sector público; y c) financiamiento del Banco Central al sistema financiero. Estos tres conceptos se denominan base monetaria, cuando se trata de una cantidad en una fecha determinada; y expansión primaria de dinero, cuando se refiere a variaciones entre balances. Existe creación primaria de dinero cuando aumenta cualquiera de las tres fuentes mencionadas, y contracción en el caso contrario. Los usos de la base monetaria son: a) billetes y monedas en poder del público, y b) depósitos de la banca comercial que incluyen: cuentas corrientes de valores y depósitos en el Banco Central, más billetes y monedas metálicas en caja (Banco de México).

²² El valor total de los activos financieros de la economía que son considerados dinero. Existen varias formas de cuantificar la oferta monetaria denominados *agregados monetarios*. Krugman y Wells (2007).

- 1) La adopción de esta política implica que la autoridad pierde grados de libertad en el control de la oferta monetaria, y la estabilidad del nivel general de precios.
- 2) Evita que a través de los tipos de cambio fluctuantes se contrarresten los efectos negativos que tiene el proceso de ajuste interno, frente a los desequilibrios con el exterior.²³ Es decir, que el equilibrio externo se hace prioritario sobre el equilibrio interno.
- 3) Si esta política no es acompañada de acciones fiscales y monetarias conservadoras, se corre el riesgo de sobrevaluar excesivamente el tipo de cambio oficial, y crear desequilibrios externos que sólo se corrigen mediante la depreciación del mismo, lo que conduce a un círculo vicioso de inflación –déficit externo –devaluación –inflación... etcétera.

b) *Tipo cambio flexible o flotante.* La diferencia fundamental entre una política cambiaria orientada a sostener un tipo de cambio fijo, y una de tipos de cambio flexibles consiste en que el banco central no interviene en el mercado cambiario para sostener el tipo de cambio. En consecuencia, las fuerzas de oferta y demanda de divisas se encargan de fijar el mismo.

La situación de la balanza comercial de un país se refleja en el mercado de divisas. Cuando hay una situación superavitaria, es decir, lo exportado es superior a lo importado, en el mercado de divisas de ese país va a existir una demanda excedente de moneda local, que no puede cubrirse al precio vigente, dada la escasez de la misma. A este desequilibrio corresponde una oferta excedente de divisas, que el mercado no cubre al precio vigente, dada su abundancia. En consecuencia, la presión del mercado hace que el precio de la moneda local aumente, lo que quiere equivale a que el precio de las divisas disminuya. Esto provoca que la moneda local se aprecie²⁴ en relación con las divisas. Con esta apreciación de la moneda local, se encarecen los precios de las exportaciones del país y se abaratan las importaciones provenientes del resto del mundo. Esta acción conduce a una disminución del superávit comercial. De seguir esta tendencia, podría dar paso a un estado deficitario de la cuenta con el exterior.

De manera contraria, en una situación deficitaria, es decir, lo importado es superior a lo exportado, existe una demanda excedente de divisas en el mercado local, lo que equivale a un excedente de oferta de moneda local, lo cual presiona a la baja a la moneda local, o suba el

²³ La argumentación sobre la ventaja de los tipos de cambio *flexibles* o *flotantes* se basa en que una variación en el tipo de cambio es el medio más eficiente para corregir déficits o superávits en la balanza de pagos. Un país con déficit en la balanza de pagos y tipo de cambio fijo tiene que reducir la actividad de su economía, causando recesión y desempleo. Podría llegar a reducir su tasa de inflación por debajo de la de sus competidores, y mejorar así la competitividad de sus productos en los mercados internacionales, pero esto se puede conseguir de forma más rápida y efectiva, y sin recesión, a través de una devaluación en el tipo de cambio. Enciclopedia práctica de Economía [*The book ok Money*].

²⁴ La *apreciación* del tipo de cambio es el aumento del valor de la moneda nacional en relación con las monedas de otros países. Utilizada cuando los tipos de cambio son flexibles (Dornbusch 2005).

precio de las divisas. Esta situación equivale a una depreciación²⁵ de la moneda local. La nueva paridad se ubica en punto en que la oferta y demanda de divisas se iguala. La depreciación del tipo de cambio encarece los precios de las importaciones de bienes y servicios, y abarata la exportación de los locales, lo que inyecta competitividad a los productos y servicios exportados, dado que para el resto del mundo aparecerán más baratos. Esta tendencia hace que el déficit comercial disminuya, con la consecución al equilibrio de la cuenta con el exterior. Si esta tendencia se mantiene, podría dar lugar a un estado superavitario en las cuentas externas.

Es pertinente señalar las ventajas que pueden dársele al sistema de tipos de cambio flexibles entre las que sobresalen:

- 1) Teóricamente, permite la corrección del desequilibrio en la balanza de cuenta corriente, dado que la depreciación cambiaría disminuye el déficit externo y la apreciación contrae el superávit.
- 2) Elimina la parte del desequilibrio externo que tiene su origen en la sobrevaluación del tipo de cambio,²⁶ lo que contribuye a atenuar desequilibrios estructurales y promoviendo una mejor y más realista asignación de recursos en la economía.
- 3) Disminuye la dependencia del crédito externo para el financiamiento del déficit corriente.
- 4) Permite la consecución del equilibrio externo sin los efectos deflacionarios o inflacionarios del ajuste, vía tipos de cambio fijos.
- 5) Promueve la repatriación de capitales fugados, que reingresan al país de origen en busca de realizar ganancias especulativas, lo que contribuye a corregir el déficit.

Por otra parte, entre las desventajas de los tipos de cambio flexibles:

- 1) En el caso de la depreciación, si ésta no es acompañada de una política de ingresos adecuada, genera una espiral inflacionaria (cuyo origen es la presión de los costos de las importaciones), que desatan un círculo vicioso de devaluación -inflación -desequilibrio externo -devaluación,... que se retroalimenta.

²⁵ Es la disminución del valor de una divisa en términos de otras divisas (Krugman y Wells 2007).

²⁶ En términos generales la *sobrevaluación* se presenta cuando la moneda doméstica tiene un valor mayor al que debería tener en términos reales; por el contrario, se dice que existe *subvaluación* cuando la moneda doméstica tiene un valor menor al que debería tener en términos reales. Los efectos de una *sobrevaluación* de la moneda local alienta las importaciones y desalienta las exportaciones, ya que relativamente es más barato comprar en el exterior, mientras que a los extranjeros se les encarece la producción nacional. Los efectos de una *subvaluación* de la moneda local incentiva a los extranjeros a comprar bienes y activos nacionales, alentando las exportaciones y desalentando las importaciones. *The New Palgrave a Dictionary of Economics*.

2) La incertidumbre cambiaria genera efectos negativos en las expectativas de los agentes económicos, lo que alienta la especulación, la inversión improductiva, la fuga de capitales y la *dolarización* del sistema monetario local. Esta desventaja no afecta por igual a todos los países. Las economías que están en vía de desarrollo, y las que son demasiado dependientes a su sector externo resultan muy afectadas por esta desventaja.

3) Crea incertidumbre a las actividades económicas públicas y privadas que tengan pasivos en moneda extranjera, lo que puede ocasionar la insolvencia financiera de muchas de ellas.

4) En el presente, la globalización financiera permite la entrada y salida masiva de capitales de un país en periodos cortos, o cuando ya no se les dan las condiciones que solicitan, que las depreciaciones cambiarias ocurridas al interior podrían ser insuficientes para contrarrestar una macrodevaluación con consecuencias muy adversas para la economía.

c) *Flotación controlada*. Ésta es una opción de la política cambiaria que se caracteriza por la instrumentación de pequeñas apreciaciones y depreciaciones entre monedas, que no salen de una banda preestablecida y que generalmente pertenecen a una misma zona económica.

Entre las ventajas de flotación controlada que a menudo se citan, destacan:

1) Evita que las paridades entre divisas se aprecien o deprecien excesivamente, dado que esta política impide la acumulación de desequilibrios profundos, lo cual suprime la necesidad de fuertes devaluaciones.

2) Permite a los agentes económicos tener confianza en el tipo de cambio esperado, con lo que evita la especulación, la inversión improductiva y errores en la asignación de recursos.

3) Es una medida eficaz para mantener el equilibrio de la balanza de pagos de los países que participan en la flotación.

A su vez, las desventajas que presenta este régimen cambiario son:

1) Su viabilidad se circunscribe a regular los tipos de cambio de países con capacidad productiva similar. Su implementación como política que regule los tipos de cambio de monedas de países desarrollados y en desarrollo implicaría fuertes sacrificios para los segundos.

2) Impone restricciones a la política económica de los países que participan en el sistema de flotación controlada, al tener que evitar a toda costa la sobrevaluación del tipo de cambio, mediante una política restrictiva o moderadamente expansionista. Es decir, que el equilibrio externo se antepone, como prioritario al equilibrio interno.

d) *Desliz cambiario*. Este régimen cambiario consiste en el establecimiento de un porcentaje o monto de depreciación diaria que la autoridad anuncia públicamente. Es una política cambiaria ideal para países que enfrentan problemas estructurales de la balanza de pagos, su objetivo es evitar que se sobrevalúe excesivamente el tipo de cambio oficial, cuando la inflación interna no pueda ajustarse a la inflación externa, o a la de los principales socios comerciales.

Entre las ventajas del desliz cambiario podemos citar:

- 1) Permite a los agentes económicos anticipar el tipo de cambio con completa certidumbre, con lo que se evitan actitudes especulativas, errores en la asignación de recursos y en las decisiones financieras.
- 2) Evita la sobrevaluación del tipo de cambio oficial sin incurrir en devaluaciones drásticas.
- 3) Controla fuentes autónomas de inflación por presión de costos, dado que el lento incremento en los precios de las importaciones puede ser absorbido con más facilidad por la economía.

En cuanto a las desventajas del desliz cambiario, la única inconveniencia, relativa es la de imponer cierta disciplina a la política económica, dado que es menester cumplir con el monto y plazo de desliz previamente anunciados.

(5) *Control de cambios*. Se entiende por control de cambios al conjunto de disposiciones que dictan las autoridades monetarias, mediante las cuales se prohíbe o limita la adquisición de divisas para ciertos fines, actuando al efecto sobre las operaciones mismas de compraventa de moneda extranjera.

Conocido es el debate sobre la conveniencia adoptar alguno de los extremos de la política cambiaria: sostenimiento de un tipo de cambio, adopción de un tipo de cambio libremente flexible o una combinación. Sin embargo, lo que es cierto es que cada país debe adoptar la política que le convenga de acuerdo con las características de su economía y las condiciones generales por las que atraviesa en un momento determinado.

CAPÍTULO 2

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS ECONÓMICA DE 1994-1995

2.1 Washington Consensus

LA CRISIS DE ESTANFLACIÓN ECONÓMICA en la década de los setenta hace a un lado al keynesianismo, el cual justificaba la intervención del estado en la economía. Bajo el argumento de que los desequilibrios económicos eran provocados por políticas económicas de carácter expansivo -atribuidas a Keynes- se empieza a promover la creencia de que para lograr controlar la inflación era necesario aplicar una política monetaria de carácter restrictivo coordinada con una política fiscal cuyo objetivo esencial fuera el logro de un presupuesto fiscal equilibrado.

En la perspectiva del monetarismo, encabezada por Milton Friedman, los problemas económicos no se resuelven con la intervención del gobierno, se debe dejar que sean las propias fuerzas del mercado las que corrijan los desequilibrios económicos a través del proceso de auto ajuste de los precios. Las ideas de Friedman inspiraron a otros economistas reconocidos, como Robert Lucas, Edward C. Prescott y Finn E. Kydland.²⁷ Estos últimos constituyen los pilares básicos de la Nueva Economía Clásica, es decir, la corriente en la que se fundamenta la nueva ortodoxia neoclásica y que es la base de lo que se conoce como políticas neoliberales, las cuales se empiezan a implementar a finales de la década de los años setenta y principios de la década de los ochenta por Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret

²⁷ Autores que fueron reconocidos con el Premio Nobel de Economía; en 1976 se otorga a M. Friedman, por sus resultados en los campos del análisis del consumo, historia y teoría monetaria y por su demostración de la complejidad de las políticas de estabilización. En 1995 es galardonado R. Lucas, por haber desarrollado y aplicado la hipótesis de expectativas racionales y, por lo tanto, haber transformado el análisis macroeconómico y profundizado la comprensión de la política económica. En 2004 se le otorga a E. C. Prescott y F. K. Kydland por sus contribuciones a la dinámica macroeconómica: la consistencia del tiempo en la política macroeconómica y las fuerzas que regulan los ciclos económicos.

Thatcher en Inglaterra.²⁸ Así, el Fondo Monetario Internacional (FMI) se dirigió principalmente a la *estabilización económica* de los países en vías de desarrollo y, el Banco Mundial (BM) en el ajuste económico y la reforma social de esas economías, convirtiéndose en las instituciones mediante las cuales las ideas de libre mercado son impuestas.²⁹ La fuerte disciplina monetaria impuesta por estos dos países –Estados Unidos e Inglaterra– tuvo el efecto inicial de sumir al mundo en una recesión y, posteriormente, poner fin al auge internacional de créditos, que terminó en 1982 con la crisis de la deuda en México y su insolvencia financiera. La situación anterior provocó el pánico en los mercados financieros internacionales cuando otros países en vías de desarrollo hicieron lo mismo.

Para las economías desarrolladas del mundo capitalista la solución a los problemas se encontraba en un nuevo modelo de desarrollo, inspirado por los economistas neoclásicos. Para la mitad de los años ochenta el neoliberalismo antiinflacionario se había convertido en la teoría y política oficial de la mayoría de los principales países capitalistas y, por lo tanto, su influencia se extendió a los demás países. Las medidas de política económica de carácter neoliberal que se empezaron a implementar en la mayoría de los países, se resumen en el *Consenso de Washington* de 1989, el cual contiene diez puntos que sirvieron de referencia para determinar los lineamientos generales de la política económica del modelo que deben seguir los países,³⁰ en lo que puede considerarse una nueva fase del capitalismo, caracterizada por el proceso de globalización económica:

1. Finanzas públicas equilibradas.
2. El objetivo central de la política económica es el control de la inflación.

²⁸ En el caso de los países de América Latina, Chile fue el primer país en experimentar las políticas neoliberales bajo la dictadura militar de Augusto Pinochet, quien en 1973 a través de un golpe de Estado derribó al gobierno socialista encabezado por Salvador Allende.

²⁹ Como referencia, Stiglitz (2002) menciona que “a principios de los años ochentas hubo un purga en el Banco Mundial, en su servicio de estudios, que orientaba las ideas y la dirección del Banco Mundial. Hollis Chenery, uno de los más distinguidos economistas estadounidenses en el campo del desarrollo, un profesor de Harvard que había realizado contribuciones fundamentales al desarrollo económico y otras áreas, había sido confidente y asesor de Robert McNamara, nombrado presidente del Banco Mundial (BM) en 1968. Afectado por la pobreza que había contemplado en el Tercer Mundo, McNamara reorientó los esfuerzos del BM hacia su eliminación, y Chenery congregó a un grupo de economistas de primer fila de todo el mundo para trabajar con él”. Sin embargo, llegó un nuevo presidente en 1981, William Claussen, y una nueva economista en jefe, Anne Krueger, una especialista en comercio internacional, conocida por sus estudios sobre la *búsqueda de renta* –cómo los intereses creados recurren a los aranceles y otras medidas proteccionistas para expandir sus rentas a expensas de otros. Chenery y su equipo se habían concentrado en cómo los mercados fracasaban en los países en desarrollo y en lo que los Estados podían hacer para mejorar los mercados y reducir la pobreza; pero para Krueger el Estado era el problema. La solución de los males de los países subdesarrollados era el mercado libre. Con el nuevo fervor ideológico, muchos de los notables economistas convocados por Chenery se fueron.

³⁰ La orientación keynesiana del FMI, que subrayaba las fallas del mercado y el papel del Estado en la creación de empleo, fue reemplazada por la sacralización del libre mercado en los ochenta, como parte del nuevo *Consenso de Washington* –entre el FMI, el BM y el Tesoro de EU sobre las políticas *correctas* para los países subdesarrollados– que marcó un enfoque completamente distinto del desarrollo económico y la estabilización (Stiglitz 2002).

3. Reducción del gasto público.
4. Reforma tributaria.
5. La tasa de interés debe de determinarse en el mercado de dinero.
6. El tipo de cambio se debe de determinar en el mercado cambiario, por las libres fuerzas del mercado (tipo de cambio flexible).
7. Apertura comercial.
8. Promoción de la entrada de inversión extranjera directa.
9. Privatización de empresas estatales.
10. La desregulación para promover la competencia.

En suma, se promovía el libre mercado, políticas macroeconómicas prudentes y la apertura comercial, mediante una serie de reformas estructurales encaminadas a corregir los desequilibrios fiscal y externo, privatizar los bienes y servicios públicos, liberalizar el comercio, desregular el mercado laboral y financiero, y reformar los sistemas tributario y de pensiones.

Las medidas anteriores nos resultan muy familiares, durante casi tres décadas los distintos gobiernos que hemos tenido han orientado la política económica tratando de seguir los lineamientos de las leyes del mercado.³¹ La apertura comercial, la desregulación del sistema financiero y la competencia por atraer capitales externos reflejan la orientación que se ha dado a la economía mexicana, en la que el sector externo juega un papel central.

De esta manera, bajo la lógica del libre mercado se espera que la libre movilidad de capitales canalice el ahorro donde es necesario, financie las importaciones, incremente la inversión, el crecimiento y el empleo. Bajo el mismo enfoque, el proceso de ajuste de los precios relativos entre las distintas economías se debe encargar de corregir los problemas de balanza de pagos entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo, como si en las economías hubiera condiciones de competencia perfecta, cuando en la realidad imperan estructura de mercado de competencia imperfecta que van a generar efectos adversos en el crecimiento económico de los países con menores recursos.

Lo anterior ha favorecido a grandes empresas extranjeras y a grandes empresas nacionales, en detrimento de la calidad del empleo, condiciones ambientales, y del sector productivo como las empresas medianas y pequeñas, que en otros países como China, Corea, India y Brasil, los llamados (BRICS), son las más dinámicas, innovadoras, exportadoras y, por consecuencia,

³¹ Carlos Salinas de Gortari (1988-1994); Ernesto Zedillo Ponce de León (1994-2000); Vicente Fox Quezada (2000-2006) y Felipe Calderón Hinojosa (2006-2012).

creadoras de gran parte del empleo. Es por ello que las propuestas de ajuste económico impulsadas por el Consenso de Washington y ampliamente diseminadas en los países emergentes como México no han dado los resultados esperados.

En este sentido, menciona José Luis Calva (2007) que, en consecuencia, “estas estrategias macroeconómicas –que rigen la estabilidad de precios en [tanto un] objetivo prioritario a ultranza, apuntalado en rígidas metas de balance fiscal –no solo reflejan una visión demasiado estrecha de estabilidad macroeconómica, sino también una confusión de los fines con los medios.”

El propio autor de la síntesis del Consenso de Washington, John Williamson, previno contra esta confusión: “¿La reforma de las políticas económicas ha dado por resultado la restauración del crecimiento sostenido? Éste, después de todo, es la prueba de la reforma: aún cuando no pueda creer firmemente que es un error de visión estrecha el acomodamiento a la inflación o tolerar un déficit insostenible en la balanza de pagos, la principal razón para evitarlos es que, después de ciertos límites, ambos amenazan el crecimiento sostenido. La única objeción sería considerar el crecimiento como prueba del éxito de la reforma es que haya alguna razón para esperar un intercambio (*trade-off*)³² entre el crecimiento y la distribución equitativa del ingreso [...]. Pero como no hay razón para creer que los países con escaso crecimiento económico hayan compensado este fracaso con una mejora en la distribución del ingreso, parece legítimo concentrarse en el crecimiento económico como medida del éxito.”³³

De esta manera, el crecimiento económico, es decir, un conjunto ordenado y coherente de políticas dirigidas a estimular el mismo, es fundamental retomarlo en la actualidad, ya que “las experiencias históricas de crecimiento económico también muestran que los países que lograron integrarse al desarrollo pleno lo hicieron a través de un salto económico que involucró altas tasas de crecimiento, sostenidas durante un largo período”. Es decir, completaron una sucesión económica que les permitió tener una política industrial propia, donde “en estos saltos la intervención del Estado fue una parte esencial del proceso” (Bazdrech y Mayer 2006). El mismo Banco Mundial comparte esta visión: según sus estudios, a Gran Bretaña le tomó 58 años duplicar el ingreso *per cápita* (1780-1838), a Estados Unidos 47 años (1839-1886), a Japón 34 años (1885-1919) y Corea del Sur 11 años (1966-1977). China, con un crecimiento promedio anual del producto *per cápita* durante el periodo 1978-2002, de 8.1 por ciento, es en 24 años el crecimiento más alto y sostenido del producto por habitante (Banco Mundial 2003).

³² Se refiere a una tasa de intercambio entre dos criterios. El *Trade Off* indica en cuánto varía un criterio para lograr un incremento unitario en otro criterio.

³³ Williamson, John (1990) *The progress of policy reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, D.C. Véase el artículo: *Hacia una visión integral de la estabilidad macroeconómica, Agenda para el Desarrollo*, vol. 4.

Por ello, actualmente se subraya la necesidad de retomar el crecimiento económico, sobre todo en las llamadas “economías emergentes” como México, ya que como hemos notado es un proceso gradual, que lleva un periodo de tiempo considerable y, a su vez, es necesario para establecer claramente las condiciones de ventaja y desventaja a nivel de sus sectores productivos, para llevar a cabo estrategias adecuadas y coherentes para aspirar a dejar el subdesarrollo en un entorno global.

2.2 La desregulación financiera en México

La liberalización y la desregulación financiera mundial,³⁴ como la reforma de los convenios de Bretton Woods³⁵, repercutieron en los objetivos y en la instrumentación de la política monetaria, impulsadas por innovaciones en los servicios financieros prestados por los intermediarios, y la introducción de nuevas tecnologías en las comunicaciones electrónicas que abrieron un gran abanico de oportunidades lucrativas, en el mismo sector financiero.

De esta manera, en México se adoptaron abiertamente los planteamientos de la liberalización y desregulación financiera encaminadas a privilegiar los mercados aduciendo una profunda decepción de la intervención estatal en las actividades financieras nacionales. Es así que en la década de 1980, siguiendo las tendencias mundiales, en México se empezaron a plantear “las nuevas reglas del juego” (Dimitri 1992), esto es, un proceso de reconfiguración regulatoria.

Durante el gobierno de Salinas de Gortari (1988-1994) el sistema financiero mexicano fue objeto de profundas transformaciones que resultaron de la implantación desordenada de múltiples políticas de liberalización y desregulación dirigidas a adaptarlo a las nuevas pautas emergentes de comercio, finanzas e inversión internacionales.

³⁴ Este proceso pasó a legitimar la libre movilidad de capitales y las acciones especulativas que la acompañan, ya que “se instrumentó como respuesta a las críticas y cuestionamientos que ejercían los dueños del dinero, respecto al intervencionismo y control que el Estado ejercía sobre el sector financiero. Se cuestionaba que siguiera vigente la Ley Glass Steagall que había sido establecida desde 1933 en el periodo del *New Deal* de Rossevelt, la cual se había instrumentado para salir de la Gran Depresión, a través de la regulación y control del sector financiero para evitar prácticas de especulación, corrupción y manipulación financiera” (Huerta 2009). Además: “A la par de lo anterior, el sistema financiero en México ha sufrido múltiples transformaciones que podemos englobar en tres: desregulación financiera, presencia de nuevos intermediarios financieros e innovación de instrumentos financieros, lo que ha provocado la pérdida de la soberanía en el sistema de pagos y en el manejo de la política monetaria y financiera por parte del banco central” (Soto 2010).

³⁵ Con la primera reforma entraron en vigor los Derechos Especiales de Giro (*Special Drawing Rights*), el cual es un activo de reserva internacional creado en 1969, y que se define como un “Sistema por el que los países con escasa liquidez y en situación de déficit de la balanza de pagos pueden conseguir divisas mediante su compra al FMI a cambio de moneda nacional.”

La segunda reforma se expone en detalle en el informe de los directores ejecutivos del FMI de 1976. En ésta se redujo a formalizar la flotación de las distintas monedas, al no haber encontrado un esquema que le pusiera orden al sistema financiero internacional después de la desaparición de las paridades fijas establecidas en Bretton Woods. La tercera reforma concierne al atraso o suspensión de pagos que le quita el derecho de voto y, de otros derechos, a los países que no cumplan las obligaciones que les impone el convenio. (Mántey, 2008)

En gran medida, las reformas al sector financiero mexicano no son nuevas. Éstas comenzaron desde la década de 1970 en un esfuerzo por sobreponerse a las deficiencias del modelo estabilizador de desarrollo aplicado desde la década de 1950. Las fallas de este modelo de desarrollo, llevaron a retrasos fiscales, por lo que era imperativo flexibilizar el sistema financiero para prevenir fugas de capital y evitar la necesidad de financiamiento inflacionario (Aspe 1993). Las reformas formuladas en ese periodo llevaron a la modificación de la Ley General de Instituciones de Crédito de 1974 para permitir la creación de la banca múltiple, y en el mismo año, pero entrando en vigor en 1975, se expidió la Ley del Mercado de Valores que vino a realzar el papel de los mercados de capital (González 1993).

Así, con este antecedente, el proceso de desregulación financiera planteado por el gobierno mexicano de Carlos Salinas de Gortari, tuvo como propósito final la transformación del sistema financiero mexicano en un sistema pleno de mercado, como parte de una política económica que propugnaba la búsqueda y conformación de una economía más *eficiente* y *competitiva* y bien integrada a los mercados financieros internacionales. Por ello, este proceso se centró en eliminar todo el cuerpo legal que obstaculizara estos objetivos.

Al emprenderse la desregulación financiera, los objetivos eran adecuar las reglas de operación mencionadas, no sólo para el sector financiero sino también para la economía en su conjunto. Así como también construir instituciones financieras fuertes para atraer ahorro financiero y superar la segmentación financiera³⁶ y desplegar instrumentos de política monetaria para volver más atractivo el ahorro financiero;³⁷ por último, reducir la demanda de fondos financieros del sector público³⁸ con el propósito de destinar todo el ahorro existente al sector privado y ampliar el capital fijo.

Las medidas más importantes que apuntaron hacia esta dirección e incidieron de manera fundamental en la política monetaria y el tipo de cambio, fueron el abandono de los cajones selectivos de crédito, la desaparición de los encajes legales y la liberación de las tasas de interés.

Es importante mencionar que la política monetaria se orientaba a incrementar el ahorro y su canalización institucional a la inversión productiva mediante el uso de estos tres instrumentos

³⁶ Mackinnon (1974), Gurley y Shaw (1955), se diferencian de los monetaristas en tanto destacan que no basta que la tasa de interés sea flexible y logre un nivel de equilibrio. Es necesario, argumentan, construir instituciones fuertes con el fin de igualar los rendimientos de los diversos activos financieros y productivos (Levy 2006). Por otro lado, con la liberalización financiera se busca aumentar la competencia en los mercados financieros. Sin embargo, existen otras posturas en las que se considera que si la liberalización se realiza de manera precipitada, pueden incrementar los riesgos a los que se exponen los bancos y aumentar la probabilidad de que se genere una crisis bancaria (Fry 1995).

³⁷ Evitar que el ahorro se destine a la compra de bienes no reproducibles (joyas, casas, habitación), (Levy 2006).

³⁸ Se considera que el gasto fiscal y la demanda de fondos públicos tienen un efecto de desplazamiento (*crowding-out*), debido a que, se supone, los bancos no crean dinero sino que sólo actúan como intermediarios (Levy 2006).

estratégicos, también llamados de acción directa³⁹, “para sustituirlos por instrumentos de acción indirecta cuyos mecanismos de transmisión operaran fundamentalmente a través del mercado de dinero y las señales que su libre operación genera” (Ampudia 2007).

En primer lugar, existía el encaje legal que implicaba un crédito obligatorio a favor del sector público sin costo o a tasas bajas. En segundo lugar, se establecieron controles cuantitativos al crédito (sistema de cajones selectivos); conforme con este esquema, los intermediarios financieros tenían la obligación de tener una determinada proporción de sus carteras de préstamos asignada a ciertos sectores, como la agricultura o las pequeñas y medianas empresas. En tercer lugar, tanto las tasas activas como las pasivas eran determinadas por las autoridades y solían permanecer fijas por periodos muy largos. Cabe señalar que las instituciones de crédito que pertenecían a la iniciativa privada estaban reguladas mediante los tres instrumentos mencionados y por instituciones como la Secretaría de Hacienda y el Banco de México.

Tomando en cuenta lo anterior, pasamos a explicar de forma breve la abolición de los instrumentos de regulación mencionados.

2.2.1 *El abandono de la canalización del crédito*

En 1989 se eliminaron los cajones selectivos de crédito mediante los cuales las autoridades obligaban —desde 1941—⁴⁰ a los bancos a canalizar recursos hacia sectores prioritarios. Entre estos sectores se encontraban la inversión pública en infraestructura, la exportación, el turismo, el abasto de alimentos a precios bajos, construcción de vivienda de interés social, la pequeña y mediana industria, el desarrollo de los recursos humanos y la promoción del mercado de valores industriales (Petricioli 1976). Además, implicaba establecer controles cuantitativos al crédito de acuerdo a un esquema conocido como "sistema de cajones selectivos". Conforme a este esquema, los intermediarios tenían la obligación de mantener una

³⁹ Operativamente se denominan instrumentos de acción directa los siguientes: a) tasas de interés activas y pasivas; b) cajones selectivos de crédito; c) encaje legal por tipo de institución y región geográfica; d) convenios con la banca especializada a fin de aportar recursos que se invertirían en valores del Estado en el Banco de México. (Mántey, 2008)

⁴⁰ Respecto a ello, Borja Martínez menciona: De 1913 a 1919, la extinción del primer sistema bancario y el incipiente desarrollo del nuevo sistema posrevolucionario establecido en la ley de 1924, así como la inestabilidad política y económica existente, originaron varias quiebras bancarias que al afectar considerablemente al público ahorrador demeritaron la confianza en el propio sistema. Considerando lo anterior, las autoridades bancarias iniciaron una política cuya finalidad fue evitar la suspensión de pagos, quiebra o liquidación de instituciones de crédito. Tal política dada a conocer públicamente por vez primera en 1964, siendo su expositor don Rodrigo Gómez, entonces director general del Banco de México, hizo posible que en nuestro país no haya habido quiebras bancarias desde 1939. [Véase la siguiente página web: -

<http://www.juridicas.unam.mx/publica/librev/rev/revdpriv/cont/28/leg/leg8.pdf>. El documento original puede verse en: <http://www.perjacobsson.org/lectures/1964.pdf>]. En suma, hacia 1945 el sistema bancario había logrado recuperarse de los estragos causados por la Revolución y la crisis económica de 1929-1932.

determinada proporción de sus carteras de préstamo asignada a ciertos sectores, como la agricultura o la pequeña o mediana empresa. Entre éstos se encontraba el gobierno, que debía financiar un déficit público creciente, en ausencia de un mercado de títulos de deuda. La aparición de los Cetes en 1978 vino a desbrozar el camino y a apuntalar las operaciones de mercado abierto como mecanismo privilegiado de financiamiento de la deuda interna.

A medida que este mecanismo se desarrolló, los cajones pasaron a segundo término. La consecuencia inmediata de esta transformación fue que los bancos quedaron en libertad de canalizar el crédito hacia las actividades y empresas que ellos eligieran, sin más restricción que la disponibilidad de recursos. Ésta dependía crucialmente de dos factores: *a)* tasas de interés atractivas para estimular la captación, y *b)* la eliminación de los limitantes impuestos por los encajes legales.

2.2.2 La liberalización de las tasas de interés

En el mismo año en que fueron eliminados los cajones crediticios, las autoridades permitieron que los bancos determinaran las tasas de interés de sus actividades activas y pasivas, así como los plazos asociados a ellas.⁴¹

La existencia de topes máximos, en presencia de fuertes presiones inflacionarias, había derivado en una menor captación bancaria, detrás de la cual se ocultaba la canalización de recursos hacia instrumentos denominados en dólares (1976, 1979-1982) o hacia intermediarios paralelos, capaces de ofrecer mejores condiciones a los depositantes e inversionistas, como sucedió tras la expropiación de los bancos. Para que estuvieran en posibilidades de competir por la captación y por los préstamos, las tasas de interés fueron liberadas.

La medida también iba dirigida hacia la reducción de los márgenes de intermediación y a fomentar los costos de captación. El resultado fue un aumento del ahorro financiero⁴² y de la captación bancaria, que sirvieron de base para la futura expansión del crédito, que desembocaría en la crisis bancaria de 1994. Aunado a lo anterior, Mántey (1996) sostiene: “Si bien es cierto que los altos rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales trajeron importantes volúmenes de recursos externos, por otro lado la liberalización de las tasas de interés sobre depósitos en los bancos dio a estas instituciones la oportunidad no sólo de

⁴¹ La *tasa activa* es la tasa que cobra el banco sobre los préstamos que otorga. La *tasa activa* se define en función del tipo de préstamo, la garantía, la moneda, el plazo, etcétera. La *tasa pasiva*, en cambio, es la tasa de interés que el depositante cobra, o sea, la que el banco o institución financiera paga a quienes realizan los depósitos.

⁴² Para ello, (Levy 2006) menciona “Las instituciones financieras se concentraron en la actividad de intermediación de bonos públicos, cobro excesivo de comisiones y tarifas para lograr utilidades, independientemente de su función central, que consiste en proveer financiamiento de corto y largo plazo. En otras palabras, el incremento del ahorro financiero estuvo separado del financiamiento de la producción y de la inversión, y alejado de los créditos de los agentes económicos nacionales”.

mantener sino incrementar su diferencial con los activos sin riesgo [...] El sector bancario, que resulta el más beneficiado con la desregulación, ya que puede expandir el crédito con mayor libertad, lejos de contribuir a atraer recursos externos y fomentar la canalización institucional de los ahorros internos —ofreciendo tasas de interés competitivas sobre los depósitos— aprovecha su poder monopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar las *cuasi* rentas a costa del presupuesto público”. La libertad de los bancos para elevar indiscriminadamente los márgenes de intermediación reveló una enorme laguna del marco regulatorio.

Antes del proceso de liberación financiera, el Estado controlaba tanto las tasas de interés activas como las pasivas y, de esta manera, esos márgenes. Cuando se liberan, la autoridad pierde el control de las tasas activas y, así, el de este determinante de la utilidad bancaria. La creencia en la competencia dejó este espacio a cargo de las fuerzas del mercado, sin tomar en cuenta que el sistema bancario es una actividad altamente concentrada y, por ello, que responde a una estructura de mercado oligopólica.

2.2.3 La eliminación del encaje legal

Hasta su eliminación, la política de encaje legal tuvo el propósito de controlar la oferta monetaria por medio de regulaciones a la expansión del crédito interno.⁴³ Los bancos estaban obligados a canalizar una parte de la captación hacia valores gubernamentales y a mantener tenencias en efectivo en el banco central. La ausencia de operaciones de mercado abierto hasta 1978 había convertido al encaje legal, junto con el control directo de las tasas de interés, en el principal expediente con que contaba la política monetaria y crediticia. Pero también operaba como un mecanismo de protección del ahorrador, pues representaba una reserva obligada para hacer frente a las obligaciones que los bancos mantenían con los depositantes.

El encaje legal incluía tanto los depósitos directos que los bancos comerciales debían hacer en el banco central como las proporciones que debían cumplir en los renglones de crédito a actividades prioritarias. Mántey (2008), citando a Petricioli (1976), menciona que “a través [sic] del encaje legal se regulaba 75% de la cartera de crédito bancario, dejando sólo una cuarta parte de ella para su canalización discrecional. En casos excepcionales (como limitar la colocación de obligaciones en moneda extranjera), el banco central podía elevar el encaje marginal hasta 100% del incremento del pasivo bancario a partir de una fecha de referencia.” Esta política tenía sus orígenes en la primera Ley Orgánica del Banco de México, la cual

⁴³ El encaje legal era un instrumento con gran flexibilidad que permitía adaptarlo a múltiples objetivos. No sólo sirvió para regular el volumen del crédito y asignarlo a actividades prioritarias, también se usó para estimular la captación a plazos más largos, para regular los depósitos en moneda extranjera y para favorecer el desarrollo regional (Baquero y Ghigliazza 1983).

señalaba que el crédito bancario era un bien público, cuya asignación no debía quedar al arbitrio de los banqueros privados.

El encaje legal fue eliminado y sustituido en 1989 por un coeficiente de liquidez equivalente a 30% de la captación, el cual desaparecería dos años después.⁴⁴ Con tales medidas, las autoridades se desprendían de sus principales instrumentos de política monetaria, y confinaban el control crediticio a las modificaciones en la base monetaria asociadas a la compra y la venta de títulos de deuda pública. Los bancos tenían ya la libertad para expandir el crédito, sin otro freno que el que imponía la prudencia o la falta generalizada de liquidez que, por lo demás, resultaba incompatible con una economía que aspiraba al crecimiento.

De hecho, la liberación de las tasas de interés y las modificaciones en los encajes legales se encuadraban en el marco más general de política económica. Con ello, se ignoraba que la desregulación financiera provocara profundas modificaciones en el sistema financiero mexicano que lo volvieron inestable y propenso a profundas crisis. “Ya que esta abolición del encaje legal, así como la liberalización de las tasas de interés ocurrida a fines de los años ochenta, explican el comportamiento del multiplicador a lo largo de la década de los noventa” (Mántey 2008).

La estrategia contra la inflación demandó que el déficit en cuenta corriente fuera financiado por los excedentes en los flujos de capital. Al cambiar a un régimen de política monetaria activa, en el que las tasas de interés están determinadas por el mercado y el comportamiento de base monetaria obedece a metas preestablecidas, el gobierno apostaba a que la esterilización de las entradas de capital foráneo redujera la expansión del crédito interno. No obstante la restricción a la regulación de las instituciones financieras —en este periodo de desregulaciones, a principios de los años 1990— así como casi la desaparición del financiamiento público, sustituyéndolo por la *esterilización*, fue posible incrementar la oferta monetaria pero ahora canalizada casi en su totalidad al sector privado.

De esta manera, el sistema bancario se encontraba repentinamente con abundantes recursos para prestar, generando la expansión de crédito en un ambiente caracterizado por una evaluación inadecuada del riesgo por los bancos, con administradores inexpertos y supervisión inadecuada.

Pero la expansión no sólo fue en el crédito, también en el número de instituciones, pues se crearon 300 en dos años; además de los nuevos bancos, llegó a haber 63 arrendadoras, 62

⁴⁴ En 1989 se reemplazó el encaje legal por un coeficiente de liquidez, y a finales de 1991 es sustituido por un coeficiente de reserva voluntaria, por lo que “el sistema de control monetario por regulación directa dejó de existir a finales de 1991, para dar paso a una política de regulación monetaria indirecta por medio de las operaciones de mercado abierto y el anuncio explícito de límites de crecimiento al crédito interno del banco central” (Clavijo y Valdivieso 2000). En 1995 se pasará a un nuevo sistema de encaje, el “encaje promedio cero”.

dedicadas al factoraje y más de 350 uniones de crédito. Al final, la fragilidad acumulada por el sistema financiero nacional, así como el sobreendeudamiento de las empresas y los hogares se hicieron evidentes durante la crisis que estalla en diciembre de 1994.

Por ello, la liberalización financiera⁴⁵ dio lugar a expansiones significativas del crédito, en las que se acepta la evidencia empírica de que “algunos de estos episodios terminaron en crisis financiera” (Díaz-Alejandro 1985, y Schneider y Tornell 2000). Las medidas de liberalización financiera promovidas desde finales de los años 1980, condujeron a la vulnerabilidad del sistema financiero y de la banca comercial, en particular provocaron situaciones de sobreendeudamiento interno y externo;⁴⁶ así como prácticas alejadas de la competencia que distorsionan las tasas de interés internas y se guiaron por una lógica de “rentismo” y especulación que no incrementaron los niveles de ahorro de la economía, ni su eficiente asignación; objetivos que pretendía la “reforma financiera”, pero que en los hechos, para el caso mexicano, desembocaron en problemas de crisis financieras y quiebra del sistema bancario.

Además, el acceso al crédito aumentó sustancialmente el consumo y el deterioro del mismo. Como aseguran Dornbusch y Park (1994) y Lennart y Bergström (1995): “El *boom* del consumo que se produce durante las liberalizaciones financieras ha sido una característica de países como Inglaterra, durante periodos de liberalización en Chile, los países escandinavos, Israel y México. A finales de los ochenta, las liberalizaciones financieras que tuvieron lugar en dichos países durante la década de los ochenta contribuyeron a la reducción de la tasa del ahorro agregado y de las tasas de crecimiento de las economías”. Asimismo, los estudios de Caprio, Honohan y Stiglitz (2001) arrojan que “los efectos de la liberalización financiera subrayan que en la práctica no se cumplieron los beneficios esperados de la liberalización y que, además, ésta aumentó la fragilidad de las instituciones financieras, la inestabilidad macroeconómica y la probabilidad de crisis financieras y, por lo tanto, exacerba la caída de la tasa de crecimiento económico de largo plazo”. Asimismo, en un estudio de 34 países que liberalizaron sus

⁴⁵ Recordemos que para McKinnon (1973) y Shaw (1973) la liberalización financiera consistía en la disminución o eliminación de las restricciones financieras, y en particular en permitir que las fuerzas del mercado determinaran libremente los niveles óptimos de las tasas de interés reales. Una vez que estas se hayan ubicado en su equilibrio de mercado competitivo, el crecimiento económico se aceleraría después de que aumentara tanto el volumen como la eficiencia del ahorro y la inversión en la economía. Por otro lado, Fry (1995) menciona que “Con la liberalización financiera se busca aumentar la competencia en los mercados financieros. Sin embargo, existen otras posturas en las que se considera que si la liberalización se realiza de manera precipitada, pueden incrementar los riesgos a los que se exponen los bancos y aumentar la probabilidad de que se genere una crisis bancaria”.

⁴⁶ Rudiger Dornbusch, del Massachusetts Institute of Technology, en junio de 1998, en la Pontificia Universidad Católica del Perú ofreció una conferencia titulada “Consecuencias de la crisis asiática: lecciones para limitar la vulnerabilidad financiera”. En esta conferencia magistral el Dr. Dornbusch definió la vulnerabilidad como una situación frágil del sistema bancario, donde influyen las deudas en dólares de sus clientes. También influye en esta situación las deudas con los bancos del exterior cuando es muy grande y de plazos muy breves, aumentando el riesgo para una crisis de disponibilidad de fondos (Krugman 2000).

sistemas financieros entre 1973 y 1996, Williamson y Mahar (1998) no encontraron pruebas que indicaran que la liberalización financiera aumentó el volumen de ahorro de los países.

2.3 Recuento de la crisis económica de 1994-1995

En 1994 todo parecía indicar que después de muchos años de políticas antiinflacionarias de todo tipo (ortodoxas y heterodoxas), el gobierno mexicano finalmente había logrado vencer la inflación, que hacia febrero de 1988 había alcanzado el altísimo nivel de 180% en promedio anual. A partir de esta fecha, y con una breve interrupción a principios de 1990 (con un nivel de inflación de 29.9% y un crecimiento del PIB de 4.4%), la inflación fue descendiendo en forma notable. Así, en 1994 la inflación se había logrado reducir a un solo dígito (7.05%), y México parecía encaminarse por fin a una etapa de estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, a finales de ese mismo año se desató la crisis económica más profunda de la historia reciente de México. Además, el hecho de que los problemas financieros de un país "contagiaran" a otras economías, se convirtió en motivo de preocupación de líderes políticos, diseñadores de política económica y organismos financieros internacionales, ya que esta crisis manifestó la importancia del debate sobre el comportamiento de la economía financiera en la periferia. La crisis, denominada del "tequila", fue la primera crisis de liquidez en los años 1990 que puso en entredicho al sistema financiero internacional y generó el inicio del temor al "efecto dominó"⁴⁷ sobre el resto de los mercados emergentes. A continuación analizamos brevemente algunos de sus aspectos relevantes.

La austeridad fiscal⁴⁸ redujo los requerimientos financieros internos del gobierno, y la eliminación de las regulaciones sobre la cartera bancaria permitió a los bancos recién privatizados, por segunda ocasión, expandir el crédito al sector privado.⁴⁹ Aunado a lo anterior, la política monetaria se propiciaba a elevar el costo del fondeo interno, dado su carácter restrictivo.

⁴⁷ El llamado *efecto dominó* se produce cuando la quiebra de un intermediario financiero genera un desequilibrio en todo el mercado de capital (Girón 2001).

⁴⁸ La austeridad fiscal proviene de las políticas impuestas desde el nacimiento del *Washington Consensus* en sus criterios generales de política económica desde 1989, y se vieron reflejados en México con el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE) en sus diferentes etapas. En estos se establecieron los acuerdos donde el gobierno se comprometía a mantener una estricta *disciplina* en materia de finanzas públicas. En 1991 el Gobierno ratificó su compromiso de mantener la estricta disciplina fiscal para avanzar en el logro de reducir la inflación a un solo dígito. Posteriormente, para 1992 se cambió al Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo (PECE), destacando entre sus principales acuerdos alcanzar lo más pronto posible una inflación anual de solo dígito. Sin embargo, dicho objetivo no fue logrado ya que la inflación fue de 11.9%, logrando el objetivo hasta 1993 y 1994 con 8.01 y 7.05% respectivamente. Véase: Gutiérrez y Avendaño (2006).

⁴⁹ Después de la desincorporación bancaria en 1991 y 1992, y en un ambiente económicamente propicio, se dio un elevado crecimiento del crédito en México. Como consecuencia de la apertura en la cuenta de capital, de las bajas tasas de interés y, al parecer, de la necesidad de recuperar los elevados montos invertidos en la compra de las instituciones (el gobierno obtuvo en 1991 y 1992 por la privatización de las 18 entidades bancarias, más de 12 millones de dólares, equivalentes a 37 856.36 millones de pesos, equivalentes a un promedio de 3.53 veces el valor en libros de dichas instituciones) los bancos se dieron a la tarea de prestar desmesuradamente y con bajo control de calidad en sus carteras crediticias. Véase: Hernández y López (2001).

Con tasas de interés externas más atractivas y tipo de cambio nominal estable, la banca privada, desregulada, optó por gestionar pasivos a corto plazo en el extranjero para prestarlos internamente en moneda nacional y así obtener un margen financiero más amplio, dándose un dramático crecimiento de los pasivos externos que saltaron de 125 001.9 millones de dólares en 1988 a 270 196.9 millones de dólares en 1994, con un alto componente de capital volátil, incluidos los tesobonos.⁵⁰

“De 1988 a 1994 el crédito al sector privado aumentó con relación al PIB de 11% al 43%, en tanto que el crédito al sector público disminuyó de 20% a 8%. El crédito se dirigió crecientemente a financiar el consumo privado, que se incrementó por efecto de la liberalización comercial,⁵¹ lo que hizo descender la participación del ahorro en el PIB de 21% en 1988 a 15% en 1994. De los fuertes flujos de capital que entraron al país de 1988 a 1994, no vinieron a adicionar sino a sustituir el ahorro interno” (Mántey 2008). En esto insistían los defensores de la liberalización y la desregulación financiera, sin acrecentar los recursos de inversión. Por lo tanto, la escasez de ahorro doméstico hizo más vulnerable a la economía mexicana frente a los movimientos de capital extranjero.

De esta manera, la política monetaria instrumentada a través de operaciones de mercado abierto fue incapaz de contener el aumento en la liquidez, por dos razones, según Mántey (2008). Primero, porque los bancos privados se liberaron de la dependencia del crédito del banco central fondeándose a menor costo en el exterior.⁵² Segundo, porque los diferenciales

⁵⁰ Entre los pasivos externos se incluyen la deuda externa pública y privada, y la inversión extranjera directa y de cartera. [Para las cifras citadas véase: Calva, J. L. (2000), *México más allá del neoliberalismo. Opciones dentro del plano global*, Plaza y Janés, México. Véase también los trabajos de Julio López, Rogelio Ramírez y Héctor Guillén].

⁵¹ EL 1 de enero de 1994 había entrado en vigor el Tratado de Libre Comercio (TLCAN) entre México, Estados Unidos y Canadá. Esto como parte del cambio estructural en México. Menciona Esquivel (2005): “Según el presidente Salinas, este acuerdo comercial sería un mecanismo para mejorar los niveles de vida y generar oportunidades de empleo y comercio para los mexicanos, al mismo tiempo que reduciría las presiones para emigrar hacia Estados Unidos. Expresando: “*We want to export goods, not people*” cuya traducción es: “Queremos exportar bienes, no personas”. Además, “la simple idea de tener un acuerdo de libre comercio con un país como Estados Unidos, representaba no sólo un cambio radical para la economía que hasta hacía poco tiempo era relativamente cerrada, sino que para algunos era una idea totalmente descabellada considerando la enorme asimetría entre las dos economías. De hecho, se trataba del primer acuerdo de libre comercio entre economías tan dispares: en 1992 la economía mexicana en su conjunto equivalía únicamente a 10% de la economía norteamericana, incluso era menor que la economía del estado de California”. Como consecuencia “debido a la mayor integración entre las economías de México y Estados Unidos, los ciclos económicos de ambos países, tanto industriales como generales, se sincronizaron cada vez más”. Esquivel (2005) cita trabajos estadísticos de Sosa (2008) y Blecker (2009) para finalmente llegar hasta una cercana sincronización macroeconómica de México con la economía norteamericana que hasta hoy prevalece.

⁵² Esto es conocido en la literatura como *carry trade*, “estrategia que consiste en pedir prestado en la moneda de un país donde las tasas de interés son bajas, invertir esos recursos en naciones con tasas más altas y obtener una ganancia por el diferencial. Es fundamental mencionar que dicha ganancia ocurre si la cotización de las monedas, por ejemplo, el peso-dólar, no se altera durante el periodo de inversión”. Es una de las razones por las cuales se exige certidumbre en los tipos de cambio por parte de los flujos de capital externo actualmente. Ahora bien, si la inversión de dólares se realiza en pesos, esto representa una entrada de capitales al país, la que de ser significativa, impulsaría una apreciación del peso frente al dólar. “La importancia de lo anterior radica en que son riesgos que enfrentan las economías mundiales actualmente. Por un lado, existe el riesgo de que los especuladores decidan deshacer sus posiciones, lo cual traería consigo turbulencias financieras y, por otro, el riesgo de que las monedas

entre las tasas de préstamos (en particular para el consumo) y las tasas de fondeo interno eran tan amplios que cualquier cambio económicamente viable en las tasas del banco central hubiera tenido poco efecto disuasivo en la oferta de crédito.

El voluminoso influjo de capital externo y la abundante liquidez “inflaron los precios en el estrecho y delgado mercado accionario mexicano, desalentando —en lugar de estimular— la inversión neta privada, pues contra lo que esperaban quienes proponían este modelo, las ganancias de capital en las operaciones con activos financieros fueron tan altas que superaron la rentabilidad real de las empresas, estimulando inversiones financieras especulativas” (Correa 1997). Asimismo, Gil Díaz y Carstens (1996), en aquel entonces funcionarios del banco central, acabaron por asegurar: “*Mexico experienced a politically triggered speculative attack*”.

El ancla cambiaria, con crédito interno y consumo privado excesivo, llevaron a un desequilibrio creciente de la cuenta corriente que pudo ser financiado con las entradas de capital a corto plazo,⁵³ mientras que las tasas de interés externas fueron bajas, pero que resultó insostenible en 1994, cuando Estados Unidos endureció su política monetaria y la banca privada interna se vio imposibilitada para renovar las líneas de crédito externo a corto plazo.

Entonces las operaciones de mercado abierto resultaron ineficaces para contener la expansión del crédito interno y la reversión violenta de capitales, que rápidamente agotaron la reserva de divisas del banco central,⁵⁴ obligando al gobierno a abandonar el ancla cambiaria y aceptar una devaluación de la moneda cercana a 50 por ciento (Mántey 2008).

Como consecuencia, “muchos trabajadores en el sector formal perdieron su empleo, según se desprende de la evolución de los indicadores más confiables. Así, el número de trabajadores asegurados en el IMSS disminuyó 5.4% y la tasa de desempleo abierto urbano pasó de 3.7% en 1994 a 6.3% en 1995.” Además, aquellos trabajadores que conservaron su empleo vieron reducido su salario en términos reales. El mayor desempleo y la reducción de los ingresos

de los países que pagan bajas tasas de interés queden desalineadas, generando así distorsiones en los mercados financieros mundiales” [(Stiglitz 2011). Entrevista en el programa televisivo *Oppenheimer* de septiembre 2011]. El *carry trade* puede detonar crisis sistémica, si llega a producir cambios considerables y abruptos en las corrientes de capital transfronterizas (Girón y Chapoy 2009).

⁵³ Esta tendencia se venía manifestando desde años anteriores financiando un déficit de cuenta corriente de 5.1%, 7.3% y 6.4%, como porcentaje del PIB, en 1991, 1992 y 1993, respectivamente. (Hernández y López 2001). Mencionan la importancia de recalcar que la composición del superávit en la cuenta de capital también es un síntoma de fragilidad de la balanza de pagos.

⁵⁴ En ese entonces, “México utilizaba la política cambiaria como ancla para abatir la inflación, a través de la determinación exógena del tipo de cambio” (Heath 2007). Es decir, consistía en establecer un rango determinado por una “banda de intervención”, que consistía en establecer un mínimo y un máximo al tipo de cambio, lo que implicaba mantener acumulación de reservas ante *shock* financieros.

En febrero de 1994 las reservas de México eran de 29,000 millones de dólares, pero para diciembre de ese mismo año se redujeron a 6000 millones de dólares, y al momento de tomarse la decisión de devaluar (20 de diciembre de 1994) ascendían a solo 3,500 millones de dólares (véase: Oddone 2004). A esto se debe sumar el déficit en la cuenta corriente (X= 24,809; M= 54,843) que en 1994 alcanzó el 8% del PIB nacional, aproximadamente 30,034 millones de dólares en 1994.

reales originó una caída en el consumo privado, “que descendió 12.9% y, en el renglón de bienes duraderos, la caída fue de 45.7%. Finalmente, una variable cuyas consecuencias se notarían principalmente en las posibilidades de producción futura —la inversión— también fue severamente afectada: en 1995 la inversión privada cayó 33.9% y la pública 18.9 por ciento” (Fernández 2004).

Varios países vieron cómo las entradas de capital que habían recibido se redujeron súbitamente, y experimentaron caídas en sus reservas internacionales y en sus mercados de valores, así como presiones sobre sus tipos de cambio. En particular, Brasil, Filipinas y, sobre todo, Argentina fueron severamente afectados.

Cabe mencionar que “mucho antes de diciembre de 1994, de hecho ya a principios de 1992, un buen número de economistas mexicanos sonaron la alarma acerca de la ‘fortaleza’ que estaba adquiriendo la moneda. No obstante, no fue sino hasta la aparición de escritos en el extranjero, especialmente el trabajo de Dornbusch y Werner (1994), cuando las autoridades monetarias y fiscales se ocuparon de dicha alarma [...] aunque fuese sólo para descartarla de un plumazo” (Guerrero y Urzúa 2007). Dornbusch comentaba que la apreciación del peso había llegado a tal nivel que, dados los indicadores de cuenta corriente, podía generar presiones especulativas devaluatorias. Por esta razón, se recomendaba la devaluación del peso.⁵⁵

Como resultado, las autoridades monetarias se han preocupado por la estabilidad de sus respectivas monedas “so pena de enfrentarse a fugas masivas de capitales y crisis cambiarias. De esta manera, la estabilidad de los precios internos se ha erigido como el objetivo fundamental de la política monetaria” (Mántey 2009). Suarez Dávila menciona que “ninguna de las 15 economías más grandes del mundo tiene un sistema financiero altamente extranjerizado. Así, perdimos un instrumento de desarrollo, pues todos los demás países, de distintas orientaciones políticas, tienen un sistema bancario en manos de sus nacionales o tienen sistemas mixtos”.⁵⁶

Asimismo, la crisis de 1994-1995 y la consecuente liberalización del tipo de cambio permitieron que la evolución precedida en el manejo de la política monetaria pudiera dar un salto cualitativo importante hacia el uso de la misma como un ancla nominal de la inflación, dotando al Banco de México de las condiciones necesarias para aplicar una política monetaria basada en reglas y acciones operativas discrecionales enfocadas sobre la estabilidad del poder adquisitivo del dinero.

⁵⁵ Rudiger Dornbusch fue profesor de Pedro Aspe en el MIT. Fue también uno de los principales asesores del gobierno de Salinas durante toda la primera parte de su sexenio. Al final del mismo, por tener posturas totalmente contrarias sobre el manejo de la política cambiaria, se ocasionó, sin duda, un distanciamiento entre Aspe y Dornbusch (Banda y Chacón 2005).

⁵⁶ Véase: “Un sistema financiero trunco” en *La Jornada*, 13 de septiembre de 2004.

CAPÍTULO 3

INSTRUMENTACIÓN DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA, 1995-2011

LA DEVALUACIÓN DEL PESO EN 1994 trajo consigo el retorno a un escenario de elevada inflación; además, la credibilidad del Banco de México se vio dañada severamente. Con el propósito de restablecer el ambiente de confianza, la autoridad monetaria anunció en marzo de 1995 el abandono del tipo de cambio como ancla nominal⁵⁷ y, al mismo tiempo, ratificó el objetivo prioritario de combate a la inflación. Para el logro de este objetivo, se anunció instrumentar un *tipo de cambio flexible*⁵⁸ que permitiera enfrentar los efectos negativos generados por la alta volatilidad de los flujos de capital externos (Carstens y Werner 1999; Martínez, Sánchez y Werner 2001). Es preciso subrayar que la adopción de tipos de cambio flexibles, a principios de los años 1970, se debió más a una propuesta del fracaso de Bretton Woods que a una política deliberada. Siempre había existido el planteamiento de que los tipos de cambio flexibles eran, en principio, la mejor forma de organización del sistema monetario internacional.

La argumentación se basaba en que una variación en el tipo de cambio es el medio más eficiente para corregir superávits en la balanza de pagos. Es decir, un país con déficit en la balanza de pagos y con tipo de cambio fijo tiene que reducir la actividad de su economía causando recesión y desempleo. Podría llegar a reducir su tasa de inflación por debajo de la de sus competidores y mejorar así la competitividad de sus productos en los mercados internacionales, pero esto se podía conseguir de forma más rápida y sin recesión, a través de una devaluación en el tipo de cambio. Con tipo de cambio fijo como en el patrón oro, un país

⁵⁷ El régimen cambiario adoptado desde noviembre de 1991 se mantuvo vigente durante casi la totalidad de 1994. El esquema consistía en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. Este régimen se conservó hasta el 19 de diciembre de 1994 (véase: IABM 1994).

⁵⁸ El tipo de cambio *flexible* o *flotante* se define como aquél en donde se permite que el tipo de cambio fluctúe libremente según la oferta y demanda en el mercado de divisas. Los tipos de cambio *flexibles* también pueden ser establecidos conforme a un régimen de flotación *manejada* o *administrada*, es decir, el banco central permite que la oferta y la demanda participen en la determinación del tipo de cambio, en la medida en que la autoridad monetaria intervenga para alcanzar un tipo de cambio deseado y/o evitar una volatilidad excesiva. Esto también se conoce como *flotación sucia*.

excedentario podía verse obligado a “importar” inflación del exterior. En cambio, en tipo de cambio flexible se puede permitir que su moneda se aprecie –deprecie– con respecto a las otras. Es decir, si el tipo de cambio, bajaba mucho, el precio de las importaciones aumentará generando inflación, mientras que si se fija muy alto, las exportaciones resultan poco competitivas, lo que pueda llevar al desempleo.

Sin embargo, la experiencia con tipos de cambio flexibles, desde los años setenta, ha mostrado algunas debilidades: las fluctuaciones han sido bastante considerables y han sido más grandes de lo que podría justificarse por las condiciones de costos y precios relativos. Tales fluctuaciones han tenido un efecto perturbador sobre el comercio internacional, pues ello ha significado alterar continuamente la posición competitiva de las empresas en los diferentes países.

Bajo el contexto anterior, a partir de 1995 el Banco de México utilizó diversas medidas de restricción monetaria para recuperar credibilidad y para establecer un ancla nominal —“visible y estricta”— para los precios de la economía. La medida más importante fue fijar límites al crédito interno neto⁵⁹ a partir de proyecciones del crecimiento de la base monetaria⁶⁰ y de estimaciones de la acumulación de activos internacionales. A partir de entonces, la política monetaria tuvo que volver a fungir como el ancla nominal de la economía para garantizar la estabilidad de precios (Martínez 2001).

Es preciso destacar, por un lado, que la política monetaria, al convertir a la tasa de interés en el principal mecanismo de control de la liquidez —mediante el “corto”— ha buscado influir en las tasas de interés real y, por esta vía, en el volumen de crédito y en la demanda agregada. Por otro lado, el manejo de las reservas internacionales se convierte en la *garantía* para la estabilidad del tipo cambio, mediante la compensación de los desequilibrios entre ingresos y

⁵⁹ Guerra y Sánchez (2004) mencionan que el concepto de crédito interno neto “ha sido ampliamente utilizado como fundamento para los programas de estabilización del FMI, en donde generalmente se establecen límites a la expansión del llamado crédito interno neto del banco central. [El término] “crédito interno” se refiere al conjunto de la economía, es decir, al balance consolidado de las autoridades monetarias y de los bancos. Se trata de una identidad contable que especifica que las variaciones en los activos internacionales del sistema financiero y en el crédito a residentes tiene que ser igual a la variación en el saldo de dinero en un sentido amplio (incluyendo instrumentos de captación de los bancos). Así, un banco central puede destinar sus pasivos monetarios a la inversión en activos internacionales o a otorgar crédito a residentes.”

⁶⁰ El concepto *base monetaria* alude al pasivo monetario del banco central. En el caso de México este pasivo está formado principalmente por los rubros siguientes: billetes y monedas en poder del público y las reservas de la banca comercial, éstas se integran por la cuenta corriente de valores y depósitos en el Banco de México, circulante en caja y la inversión en Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) de la banca comercial. La base monetaria puede definirse por sus *fuentes* y por sus *usos*. Tiene como fuentes: *a)* disponibilidad en oro, plata y divisas del banco central; *b)* financiamiento neto del banco central al sector público; y *c)* financiamiento del banco central al sistema financiero. Estos tres conceptos se denominan *base monetaria* cuando se trata de una cantidad en una fecha determinada; y *expansión primaria de dinero* cuando se refiere a variaciones entre balances. Existe creación primaria de dinero cuando aumenta cualquiera de las tres fuentes mencionadas, y contracción en el caso contrario. Los usos de la base monetaria son: *a)* billetes y monedas en poder del público, y *b)* depósitos de la banca comercial, que incluyen: cuentas corrientes de valores y depósitos en el banco central, más billetes y monedas metálicas en caja.

egresos de divisas al país⁶¹. Asimismo, es importante subrayar que México se sometió a las condiciones estructurales impuestas por las instituciones financieras internacionales para salir de la crisis –gestándose años atrás– de 1994-1995.

Dado este nuevo esquema monetario, surgió entonces una “nueva estrategia” que trajo consigo cambios relevantes no sólo en la instrumentación de la política monetaria y cambiaria⁶², sino también en la búsqueda del crecimiento económico.

3.1 El uso del régimen de “saldos acumulados” como instrumento de política monetaria

A partir de marzo de 1995 el Banco de México adoptó el régimen de “saldos acumulados”, mediante el cual el instituto central permitía a las instituciones de crédito, al cierre de las operaciones del día, registrar sobregiros⁶³ en sus cuentas corrientes, siempre y cuando, al término de un periodo de medición de 28 días, mantuvieran un saldo acumulado mayor o igual que cero.⁶⁴

Al final de cada periodo de medición, se realiza un balance, es decir, el Banco de México suma, para cada banco, los saldos positivos⁶⁵ diarios mantenidos en su cuenta corriente y le resta el total de los sobregiros diarios en los que se incurrió por parte de la banca, lo cual se conoce como “el saldo acumulado de las cuentas corrientes”. Si el resultado del cálculo anterior corresponde a un saldo positivo acumulado en el periodo de medición, este incurre en un costo de oportunidad, ya que al no pagar el Banco de México rendimiento alguno sobre dicho saldo, esos recursos fungen como ociosos.

De manera contraria, si el resultado del cálculo anterior corresponde a un sobregiro neto para una institución de crédito, el Banco de México le cobrará sobre dicho monto dos veces la tasa

⁶¹ Como consecuencia de las crisis financieras (ataques especulativos-fugas de capital-crisis financiera) en México, Tailandia, Corea, Malasia, Filipinas, Indonesia, Brasil, Turquía, Rusia y Argentina, la acumulación de reservas ha sido considerada como una fuente de protección, una medida precautoria, y más recientemente como un *seguro* contra la vulnerabilidad de la balanza de pagos, generando un cambio estructural en la manera cómo se acumulaban las reservas internacionales, donde la interrogante principal, no obstante, sigue sin respuesta: ¿cuál es el nivel óptimo de reservas? (Véase Cruz 2006 y Cruz y Walters 2007).

⁶² Esta pretendía que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos fueran convergiendo con las proyecciones de precios manejada por la Junta de Gobierno del Banco de México.

⁶³ Siempre y cuando dichos sobregiros no excedan ciertos límites al cierre del día. Para mayores detalles véase el Anexo 4 de IABM (1996).

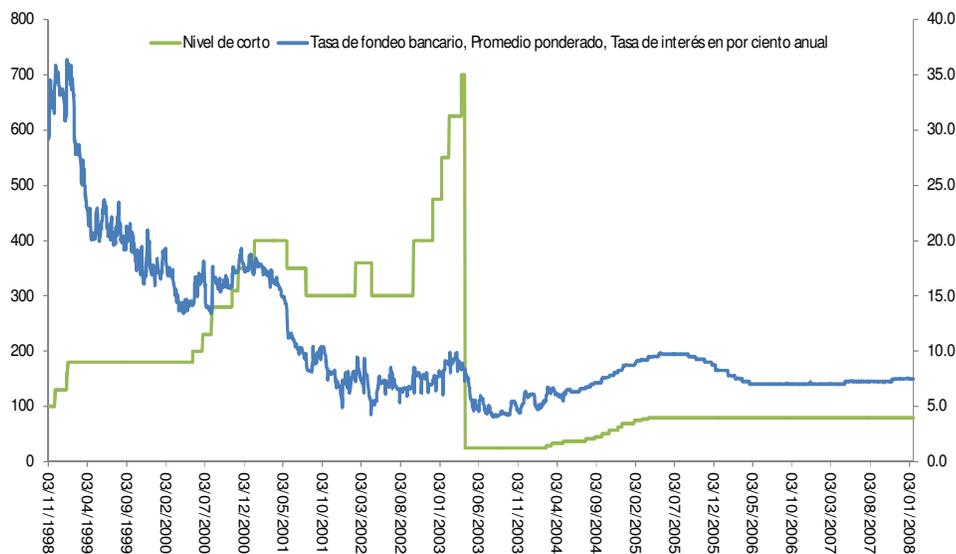
⁶⁴ Hasta mediados de 1995 todas las operaciones diarias del banco central con los bancos y con el gobierno eran compensadas diariamente a través de una segunda subasta de efectivo, conocida como el “mercado lechero”. Esto en razón de que dicho mercado operaba antes del comienzo de las actividades bancarias y con fecha valor al cierre del día anterior. Este sistema fue sustituido por el actual, que permite a los bancos retirar liquidez dentro del periodo de 28 días de cero encaje legal.

⁶⁵ Los saldos positivos que pueden compensar sobregiros también están sujetos a ciertos límites diarios.

de interés de CETES a 28 días prevaleciente en el mercado. Así, lo conveniente para la banca es mantener en sus cuentas corrientes un saldo acumulado igual a cero.

Cuando el banco central determina como objetivo un saldo acumulado negativo —conocido como “corto”— ello indica que la autoridad monetaria no está dispuesta a proporcionar recursos monetarios a la tasa de interés establecida en el mercado; es decir, el “corto” no significa retirar dinero de la circulación, sino suministrar la demanda mediante una tasa de interés superior, obligando a los bancos comerciales a obtener fondos por medio del sobregiro o en el mercado de dinero, afectando las condiciones bajo las cuales satisfacen las necesidades de liquidez del mercado de dinero. De esta forma, el Banco de México envía señales de que ha adoptado una política monetaria restrictiva.

Gráfica 1. Comportamiento del corto y de la tasa de interés



Fuente: Banco de México.

Cuando se amplió el “corto” el Banco de México propiciaba un incremento de las tasas de interés nominales de corto plazo y un nivel acorde con la búsqueda de expectativas de inflación. A consecuencia de estos efectos las tasas de interés reales se incrementaron de manera relativa. De esta manera podemos inferir que mediante la instrumentación del “corto”, para modificar el comportamiento de las tasas de interés y llevar a cabo las metas inflacionarias establecidas, que induce una ampliación del “corto”, influyeron sobre la demanda agregada y por consecuencia, en la evolución de los precios, a través de canales como el ahorro y la inversión de los agentes económicos –personas y empresas– provocando

que el “corto” indujera a la baja la tasa de fondeo bancario (Ver gráfica 1). Lo anterior ha tenido impactos: 1) el aumento de las tasas de interés reales además de reducir la demanda de crédito, limitó la oferta del mismo. Esto último, si los bancos consideran que las mayores tasas de interés pueden implicar el apoyo a proyectos de inversión de alto riesgo. De esta manera, el aumento en las tasas de interés, aunado a la incertidumbre de la banca respecto a la calidad de los proyectos de inversión, ha propiciado una menor disponibilidad del crédito en la economía. Afectando a la inversión y por consiguiente, a la demanda agregada y a los precios; 2) los incrementos de las tasas de interés hicieron más atractiva la inversión en Bonos y el valor de las acciones de las empresas se volvió inestable porque su valor no representaba la contracción de la actividad económica; es decir, algunas empresas aumentan su valor sin que esté fundamentado en un incremento de valor de su mercado o actividades en la economía real y viceversa. Entonces, por ejemplo, ante la reducción del valor de las empresas, éstas enfrentaron un deterioro de las condiciones en las cuales obtenían financiamiento, encareciéndose la realización de nuevos proyectos de inversión productiva. Lo anterior afectó la demanda agregada y los precios.

3.2 El mecanismo de transmisión de la política monetaria en México

Para hablar del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México consideramos que es necesario establecerlo bajo un contexto apropiado; por lo tanto, es preciso tomar en cuenta algunos aspectos históricos relevantes que nos permitan comprender a cabalidad este concepto.

Desde que la economía mexicana fue adecuándose al nuevo entorno internacional —cuyo origen podemos situar a mediados de los años 1970— pasando por la liberalización comercial y la desregulación bancaria en los años 1980 y la apertura financiera en los años 1990, cambios que alteraron el comportamiento del multiplicador monetario y financiero,⁶⁶ la política monetaria se basó en la estabilidad cambiaria —o sea, en la estabilidad del tipo de cambio— y la tasa de interés, “provocándose una sobrevaluación del tipo de cambio por la entrada de inversión de portafolio externa de corto plazo” (Levy 2006), que finalizó en la crisis de diciembre de 1994-1995. Por esta razón, la política monetaria imperante está basada en instrumentos de mercado y su único objetivo es estabilizar la inflación; además que la

⁶⁶ “A finales de los años 1980 se disparó el multiplicador monetario y financiero con la particularidad que las OMA se ampliaron, en vez de reducir [ce]. Su venta se canalizó a agentes institucionales extranjeros, lo cual incrementó los activos internacionales y, por consiguiente, su contraparte, que son los billetes y monedas. Ello desencadenó políticas de esterilización, la cual conllevó a un aumento de la deuda interna por el pago de intereses” (Levy 2006, y Mántey 2002 y 2003).

determinación del tipo de cambio se fue intensificado a raíz del incremento de la movilidad del capital internacional.⁶⁷

Por esta razón, la conducción de la política monetaria continuó transitando hacia un manejo preventivo en el cual se reconocieron “los rezagos⁶⁸ con los que ésta incide sobre la evolución de los precios y, por ende, la necesidad de actuar con anticipación para inducir un comportamiento congruente con las metas propuestas” (Martínez, Sánchez y Werner 2001). Por otro lado, además del rezago, existe un problema de la magnitud de la influencia, dado que el control de la oferta monetaria por parte del banco central no es absoluto. “Esto se debe a que ni las reservas bancarias, ni el multiplicador bancario... ni la tasa de interés están libres de la influencia de otros factores fuera del control de la autoridad monetaria” (Mántey 2003), dado el grado de apertura comercial y financiera de la economía mexicana.⁶⁹

Es útil recordar que en 1995 se impulsó el desarrollo de mercados de futuros y opciones para el peso mexicano y se estableció una nueva política de información. Estos fueron factores determinantes para el crecimiento acelerado de la liquidez internacional y la llamada *financierización*⁷⁰ de las economías, repercutiendo en la intervención del banco central, tanto en sus objetivos como en sus funciones.

Por lo tanto, con la desregulación financiera se puso de manifiesto que la relación entre los agregados monetarios y la inflación no es estable (Mántey 2002 y Soto 2010). Estas transformaciones originaron y profundizaron el carácter endógeno⁷¹ *-versus* exógeno- de la

⁶⁷ Es importante subrayar que “el principal obstáculo de la política monetaria ha sido, por el lado interno, la estructura oligopólica del sector bancario y, por el lado externo, la alta dependencia de la liquidez mundial, en un contexto de convertibilidad monetaria, presentes desde el periodo de sustitución de importaciones —impuesto a finales de la Segunda Guerra Mundial— que se distinguió por tener un sector financiero altamente regulado” (Levy 2006 y Huerta 2009).

⁶⁸ Con rezago no había una influencia rápida debido al tiempo que tardan las variables en situarse al nivel requerido, lo que es importante en momentos en que debido a la presencia de ciertos desequilibrios se requiera mover la tasa de interés. Esto tiene importancia debido a que el banco central actúa como colocador de bonos y las tasas que se pagan por esos instrumentos son tasas líderes en el mercado.

⁶⁹ Moore (1989) menciona que el límite máximo y mínimo de este rango es fijado por el tamaño y apertura de la economía y por el régimen de tipo de cambio.

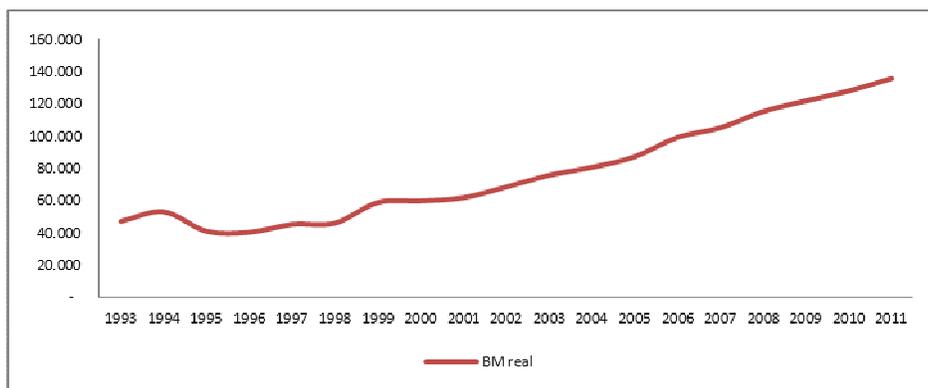
⁷⁰ Arrighi (2003), citado por Epstein (2001) y Girón *et al* (2007), considera que “la financierización es el patrón de acumulación en el cual los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros más que a través del comercio y de la producción”. Además, se define como “el proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional.” También agrega que “la financierización se convierte en el eje dominante, desplazando a los organismos creados en Bretton Woods (1944) para regular la liquidez, dar estabilidad a los flujos financieros y financiar el desarrollo, fundamentalmente el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.” Asimismo, la *financierización* se convierte en la causa estructural de las crisis, dados sus orígenes que se remontan a 1971 cuando el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon decidió desvincular el dólar del oro. Hasta ese momento, un banco nacional no podía emitir moneda sin tener algún bien productivo que lo respaldara, era como un ancla que ligaba la producción de moneda a la riqueza de las naciones. (Véase: <http://www.unperiodico.unal.edu.co/en/detail/article/financiarizacion-origen-de-la-crisis-economica-mundial/index.html>).

⁷¹ En los últimos años, y como consecuencia de las dificultades a las que se vienen enfrentando los bancos centrales de países desarrollados como subdesarrollados para ejercer un control estricto sobre la cantidad de dinero en

oferta monetaria, modificando tanto el mecanismo de transmisión de la política monetaria como la efectividad de los instrumentos tradicionales (ortodoxos) con que contaban los bancos centrales. Como menciona Mántey (2002): “no sólo la oferta monetaria sino también la base monetaria redujeron la capacidad de los bancos centrales para influir en la liquidez o en las condiciones financieras de la economía”. De esta manera, estos factores incidieron en el mecanismo de transmisión de la política monetaria tradicional, conduciendo al abandono de los agregados monetarios como objetivos intermedios⁷² de la política monetaria y, como consecuencia, en los objetivos de la política económica.⁷³ Además, existe el compromiso de mantener los equilibrios macroeconómicos a través de una fuerte disciplina fiscal.

De esta manera los principales motivos argumentados por el banco de central para aplicar una política de “metas de inflación” son la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la inflación, y la incapacidad del instituto central para controlar la base monetaria —al menos en el corto plazo— a consecuencia de su baja elasticidad a la tasa de interés (Carstens y Werner 1999), es decir, que hay una baja o débil respuesta de la base monetaria a un cambio en la tasa de interés (véase gráficas 2 y 3).

Gráfica 2. Base monetaria real

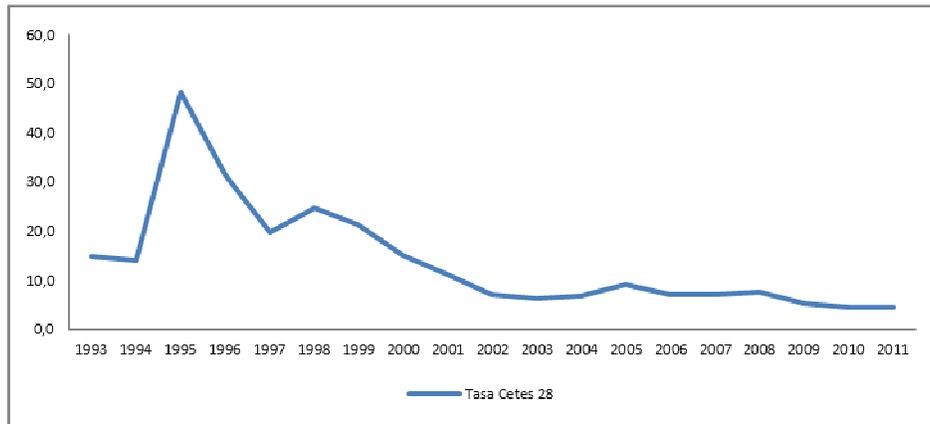


circulación, han ido apareciendo diversos trabajos, tanto empíricos como teóricos, en los que se considera explícitamente que la oferta monetaria es una variable endógena. (Howells, P. y Hussein, K (1998): “The endogeneity of money: evidence from the G7”, *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 45, n° 3, pp. 329-340). Frente a la consideración tradicional de que la oferta monetaria y, en concreto, el ritmo de crecimiento de aquella, está bajo el control estricto de la autoridad monetaria, los autores postkeynesianos han desarrollado una teoría monetaria que rechaza la caracterización de la oferta de dinero como una variable exógena, ya que para ellos *el dinero es integral al proceso capitalista* (Dow, 1993, pág. 1), y por lo tanto no reconocen una división entre las fuerzas reales y monetarias de una economía. Dow, Sheila C. y Rodríguez-Fuentes, Carlos J. (1998), “The Political Economy of Monetary Policy”, en Arestis, P. y Sawyer, M. (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, págs. 1-19.

⁷² Se consideran como variables intermedias de la política monetaria las siguientes: oferta monetaria, tasas de interés, reservas bancarias, composición del crédito, tipo de cambio (véase: Ortiz 2001).

⁷³ Los grandes objetivos de la política económica los podríamos sintetizar de la siguiente forma: 1) maximizar el crecimiento del producto; 2) lograr y mantener el pleno empleo de recursos productivos (especialmente el laboral); 3) lograr y mantener la estabilidad del nivel general de precios, y 4) Lograr y mantener el equilibrio de la balanza de pagos (Ortiz 2001).

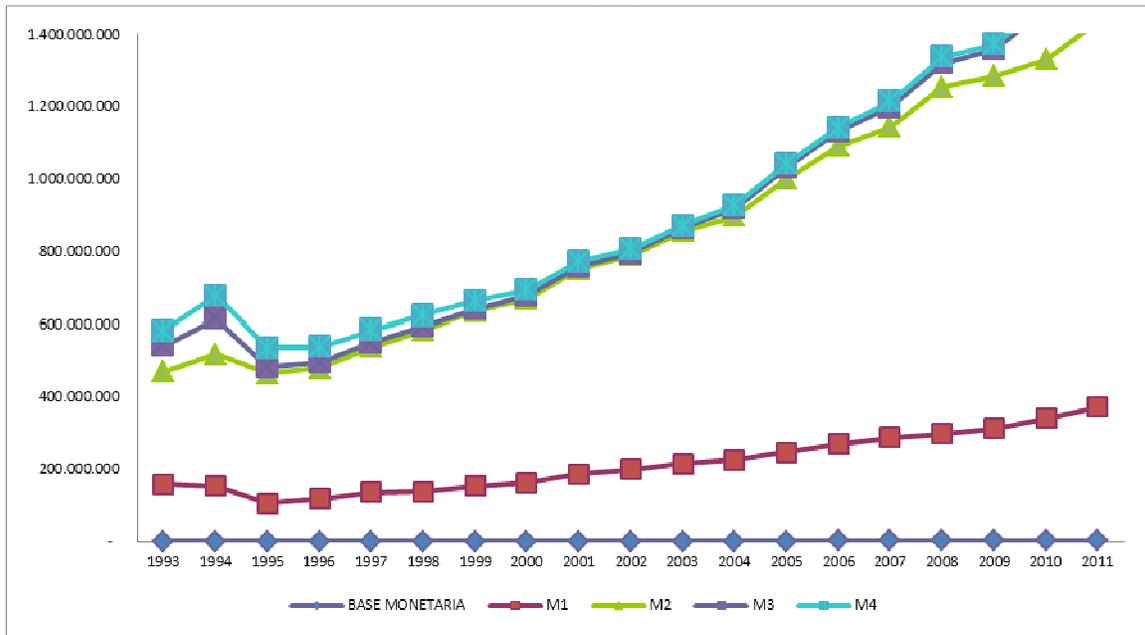
Gráfica 3. Tasa de interés Cetes 28 días



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

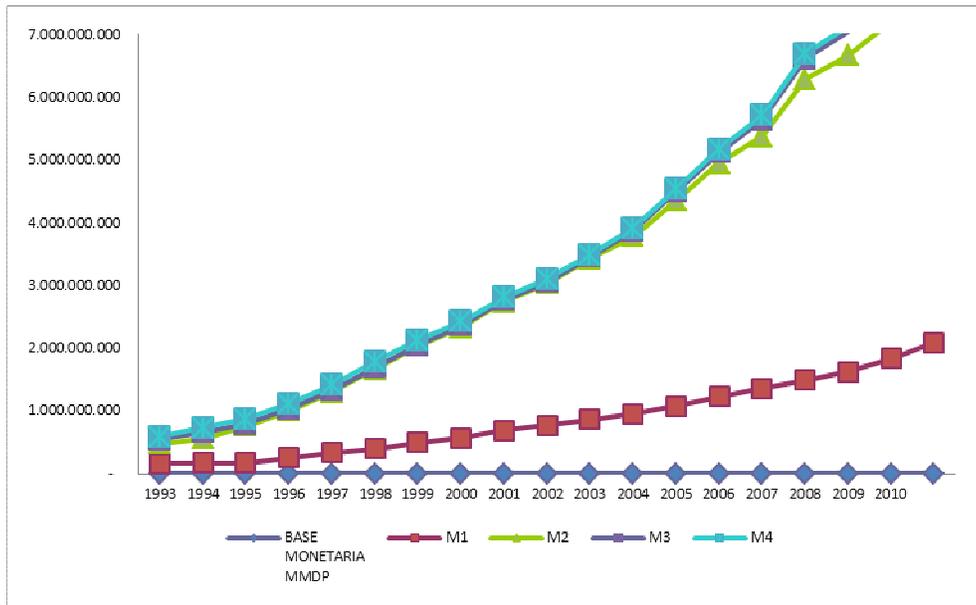
En otras palabras, para ser más precisos, el Banco de México considera que no puede controlar los agregados monetarios y tampoco puede confiar en que su control se traduzca en un control de la inflación, dado que existe una relación volátil entre estas variables. Es decir, los mecanismos de generación de la oferta monetaria, sobre todo M2, M3, M4 se han intensificado y su control ha disminuido. Sin embargo, M1 –los billetes y monedas en poder del público, las cuentas de cheques en poder de residentes del país y los depósitos en cuenta corriente– sí ha sido controlado, lo que nos puede mandar dos señales importantes. La primera es que M1 (compuesta cuentas de cheques en moneda nacional y extranjera) al ser considerado no tan líquido, como el dinero en efectivo, podemos establecer que la aparente “estabilidad” de la curva M1 es por la baja protección que este agregado ha manifestado respecto a la movilidad del nivel de precios. Segunda, por la baja cantidad de base monetaria –reservas creadas– en poder del Banco Central para ser multiplicadas por el sistema bancario a través del crédito (Véase gráficas 4, 5 Y 6).

Gráfica 4. Base monetaria y agregados monetarios reales



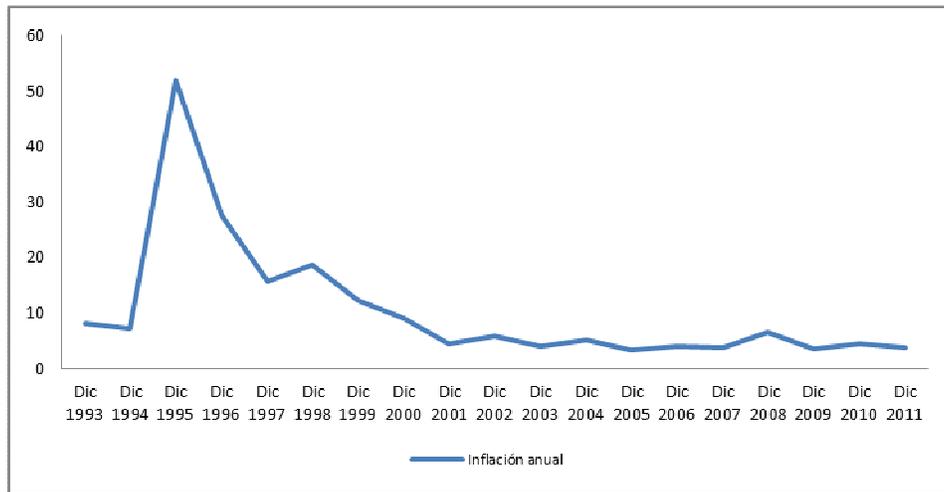
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Gráfica 5. Base monetaria y agregados monetarios nominales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Gráfica 6. Inflación anual



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

Por lo anterior, el banco central fuerza —en el corto plazo— el cambio en la cantidad de dinero mediante la esterilización monetaria,⁷⁴ siempre y cuando alguien esté dispuesto a demandar el monto expandido. Es decir, al funcionar la economía mexicana con un *tipo de cambio semifijo*, el banco central puede incrementar la tasa de interés e inducir incrementos en sus reservas internacionales. Para conservar esto, el Banco Central suprime la expansión crediticia que se produce cuando, para adquirir moneda extranjera, entrega moneda local. Para lograrlo se reduce el crédito primario o base monetaria por un monto igual a la cantidad que se haya emitido para adquirir dólares. Esto implica —además de incrementos de la tasa de interés y, por lo tanto, en la estructura de las carteras del público, de las empresas y los bancos— un incremento de la deuda⁷⁵ (véase grafica 7).

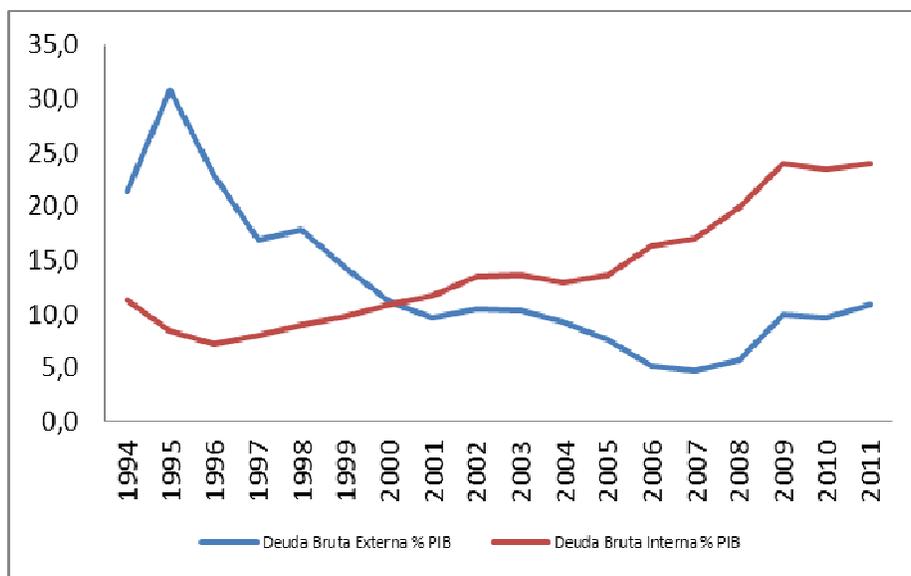
De manera opuesta, si la esterilización no fuera llevada a cabo, la base monetaria por sus fuentes se incrementaría, lo cual provoca que por sus usos también creciera, esto podría implicar mayores reservas que pueden ser multiplicadas al canalizarse a los bancos comerciales, esto es conocido como el acto de prestamista de última instancia de los bancos centrales.⁷⁶

⁷⁴ La intervención esterilizada no es reconocida como un instrumento en los modelos de metas de inflación, que suponen mercados eficientes (Rosas 2011).

⁷⁵ Estudios de Reinhart y Rogoff (2011) precisan que “las deudas públicas no tienen por qué ser siempre explícitas; las garantías contingentes de un gobierno han conformado el núcleo de muchas crisis”.

⁷⁶ El valor de la Banca Central reside en su papel de prestamista de última instancia para lograr el objetivo de estabilidad financiera dentro del contexto de riesgo en que incurre el sistema bancario. Hughson y Weidenmier (2008) encuentran que el establecimiento de la Banca Central en Estados Unidos permitió reducir los efectos de la volatilidad financiera en la economía real, y que la política de provisión de liquidez por parte de la Banca Central

Gráfica 7. Comportamiento de la deuda bruta interna y deuda bruta externa como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del CEFPE, INEGI, SHCP, Banco de México y Federal Reserve Bank of St. Louis, EU.

Así, al abandonarse los agregados monetarios como principal instrumento de la política monetaria en México, causados por los cambios generados por la desregulación del sistema financiero —ampliando de manera imprevista los grandes flujos de liquidez financiera— se manifestaron cambios importantes que clarifican la detección del mecanismo de transmisión actual.

Por un lado, los flujos de capitales externos, al acelerar y profundizar el carácter endógeno del dinero, redujeron la capacidad del Banco de México para controlar los agregados monetarios, lo que a su vez le restó capacidad de manejar la tasa de interés interna y el tipo de cambio, de manera expansiva principalmente. Por esta razón se opta por mantener a toda costa una política monetaria restrictiva. Pero, Toporowski (2005) advierte: “Una elevada elasticidad de los flujos de capital externo respecto a la tasa de interés puede ser razonable en un país con moneda dura, es decir, moneda de reserva, pero es utópico en países en desarrollo con mercados financieros estrechos y delgados y déficit crónico en la balanza de pagos, que debilitan sus monedas”.

ayuda a disminuir los efectos de las crisis financieras. Al respecto de la situación en Europa, el presidente del consejo de Grupo Financiero Banorte apoya la idea de que el Banco Central Europeo (BCE) tome el papel de prestador de última instancia, y dejar a un lado la política monetaria ortodoxa que se ha impuesto la institución en la actual crisis de deuda de la zona euro a pesar de la posición alemana (CNN Expansión23 de noviembre del 2011).

Por otro lado, pero también como consecuencia del argumento anterior, el instituto emisor se enfrenta al problema de determinar qué activos deben ser considerados como dinero, ya que a medida que surjan nuevos instrumentos y otros desaparezcan la definición que se adopte tenderá a volverse obsoleta.⁷⁷

De esta manera se reconoce que la sustitución del control de los agregados monetarios por la determinación de la tasa de interés como principal instrumento de la política monetaria era necesaria debido a los siguientes factores. Primero, el agregado *M1* es una variable que se *ajusta endógenamente* y, por lo tanto, no puede considerarse como un instrumento de política monetaria exógena (Gil Díaz 1997). Segundo, se afirma que los agregados no tienen una relación estable con el producto o los precios y, en consecuencia, no representa un instrumento confiable de predicción (Martínez, Sánchez y Werner 2001). Tercero, dado el surgimiento de nuevos instrumentos financieros, se considera que los agregados monetarios no contienen información confiable y consistente para predecir el comportamiento del producto o de los precios (Garcés 1999 y 2002).

Todo lo anterior, y dada la amplia evidencia empírica⁷⁸ respecto a la no aceptación de la teoría de la paridad de tasas de interés⁷⁹, contribuye a generar un nuevo consenso respecto a que el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria en México es el tipo de cambio,⁸⁰ como resultado de la capacidad que tiene el banco central de influir en las tasas de interés a corto plazo y la intervención esterilizada en el mercado de cambios.⁸¹ Ello en virtud de que la

⁷⁷ Estos cambios han sido detectados por varios trabajos empíricos que analizan el comportamiento y estructura de la oferta y demanda de dinero en México. Al respecto, véase: Valdéz (1980), Ramos (1993), Galindo (1994), Román y Vela (1996), Ortiz (2000) y Martínez (2001). De hecho, en la mayoría de ellos se detectó un cambio estructural en la evolución y composición de los agregados monetarios a partir de la devaluación de 1976, mismo que se profundiza en la década de los noventa.

⁷⁸ Böfinger (2001) y Hüfner (2004), citados por Mántey (2010). Recientemente, véase: Rosas (2011). Demuestran el incumplimiento de la paridad de tasas de interés en el corto y largo plazos, uno de los principales supuestos de la política de metas de inflación.

⁷⁹ El concepto de *paridad de tasas de interés* se refiere a la situación en la que el rendimiento de los activos denominados en diferentes monedas son iguales, después de tomar en cuenta los cambios esperados en el valor de la moneda $i_{\text{extranjero}} - i_{\text{local}} = (\text{Fwd} - \text{TCN}) / \text{TCN}$. “El nuevo modelo macroeconómico en el que se sustenta el régimen de metas de inflación asume que el tipo de cambio se determina por flotación, y que los flujos de capital externo son altamente elásticos a los diferenciales de rendimiento, de modo que se cumple la paridad de tasas de interés” (Mántey 2010). Sin embargo, la evidencia empírica en la crisis financiera de 1994-1995 y en Tailandia 1997, sobre la alta elasticidad del capital externo a los diferenciales de rendimiento, no se cumplieron ya que a pesar de hacer atractivos sus rendimientos no se pudo evitar las fugas de capital.

⁸⁰ Estudios de Mántey (2002 y 2003) y estudios empíricos de Sánchez, Bruno y Perrotini (2009) confirman que el tipo de cambio contribuye de manera positiva a la meta de inflación del Banco de México. Esto refleja que el *pass-through* continúa siendo positivo.

⁸¹ Esta última política es “desaconsejable por dos razones: en primer lugar, porque conlleva altos costos fiscales —ya que la esterilización de las reservas internacionales se realiza mediante la colocación de valores del sector público en operaciones de mercado abierto— y la inmovilización de depósitos gubernamentales en el banco central. En segundo lugar, porque el banco central continúa recurriendo a la apreciación de la moneda como vía para cumplir la meta de inflación establecida, lo que genera riesgos sistémicos” Mántey (2010). De esta manera se generan mayores dificultades y riesgos en la conducción de las economías, dado que generan mayores problemas de los que se pretendían resolver.

condición que posibilita el control del tipo de cambio y la simultánea preservación de la autonomía monetaria es la existencia de un exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio establecido como meta por el banco central. Esto es, las condiciones de la cuenta corriente y de la cuenta de capital son tales que la moneda nacional se apreciaría significativamente si el banco central no interviniera para sostener el tipo de cambio.

Así, la apertura económica ha mostrado que la revaluación de la moneda nacional reduce el costo de las importaciones, incrementando la presencia creciente de insumos externos en la producción nacional, disminuyendo la actividad productiva interna; por lo tanto, baja el nivel del índice de precios interno —principal objetivo del Banco de México. Sin embargo, en vez de inducir menores niveles de inversión de cartera —por el debilitamiento o por la falta de fundamentos sólidos del mercado interno— esta aumenta, porque se generan perspectivas futuras positivas de ganancias o *rentismo*.⁸² Por el contrario, cuando las condiciones de *rentismo* no son apropiadas la inversión extranjera directa manifiesta movimientos bruscos de salida – fugas– en su comportamiento.

Esto no es nuevo, “las crisis estudiadas ponen de manifiesto algunos otros casos similares de fragilidad. Una de las lecciones de las décadas de 1980 y 1990 es que los países que mantienen regímenes fijos o *sumamente controlados* en su tipo de cambio son más vulnerables a crisis repentinas de confianza” (Reinhart y Rogoff 2011 y Villarreal 2010). Por lo tanto, un ataque especulativo contra un tipo de cambio semifijo, como el de México, “puede destrozar de la noche a la mañana esquemas añejos y aparentemente estables” (Reinhart y Rogoff 2011). Esto debido a que si los *rentistas* se dan cuenta de que el gobierno tarde o temprano agotará los recursos necesarios para respaldar la moneda, a sabiendas de la inminente caída, todos buscarán el momento justo para retirar su capital.

Una vez establecido el mecanismo de transmisión de la política monetaria paso a analizar propiamente el esquema de objetivos de inflación, estrategia central de la política monetaria que se instrumenta en nuestro país.

⁸² El concepto de *rentismo* lo referimos a Irma Eréndira Sandoval del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) de la UNAM en su trabajo: *Crisis, rentismo e intervencionismo neoliberal*. Investigación ganadora del premio Centro de Estudios Espinosa Yglesias (CEEY). Sandoval menciona que “el modelo de banca que se ha mantenido en México ha representado altísimos costos para el desarrollo económico del país ya que antes de la privatización financiaba tangencialmente algunos sectores productivos, protegidos y cercanos a los banqueros, pero ahora está más vinculada a las prácticas de *rentismo* pues sólo recoge los recursos de los depositantes”. El comportamiento anterior se ha visto favorecido por el objetivo único de lucha contra la inflación, ya que esto ha favorecido prioritariamente a los [bancos] acreedores.

3.3 La política monetaria en México: hacia un esquema de objetivos de inflación

A partir de 1998 el Banco de México comenzó a transformar su manera de conducir la política monetaria, e inicia la adopción de un esquema conocido como *objetivos de inflación* (*Inflation Targeting*, *IT*, por sus siglas en inglés).⁸³ Este esquema se ha convertido en las dos últimas décadas en el eje principal de la estrategia monetaria de los bancos centrales de diversas partes del mundo⁸⁴ y, a su vez, en la estrategia fundamental de la economía de México. Antes de explicar sus características relevantes, considero oportuno señalar que en 1998 el banco central de nuestro país enfatizó que el principal motivo para la acumulación de reservas internacionales” consiste en que un monto mayor de activos internacionales contribuiría a aumentar la solidez financiera del país”, “al hacer posible obtener mejores condiciones en cuanto al costo y plazo del financiamiento externo” (IABM 1998).

De entrada, señalaremos que la política de metas de inflación tiene las siguientes características fundamentales.

En primer lugar, debe definirse cuál es el objetivo de inflación y debe definirse si éste se determina de forma explícita o implícita. Si se hace explícito, es decir, si se busca un objetivo de inflación cuantificable, también debe decidirse si se establece o no un intervalo dentro del cual se considera que se ha cumplido con el objetivo pretendido.

En segundo lugar, y dado que el esquema de metas de inflación se basa en la transparencia y credibilidad del banco central, se recomienda diseminar ampliamente la información acerca de la inflación y de cualquier posible modificación al objetivo o a las condiciones macroeconómicas.

En este punto es fundamental identificar correctamente el mecanismo de transmisión de la política monetaria, así como también identificar plenamente los factores que causan los incrementos en el nivel general de precios, ya que como argumentan estudios de Bernanke y Gertler (1990), “la presencia de imperfecciones en el mercado financiero, causadas por información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, pueden acabar por magnificar cualquier choque de política monetaria”. Por lo tanto, no tener claro el mecanismo de transmisión de la política monetaria, o abusar de alguna de sus variables, bajo condiciones de mercados imperfectos, información asimétrica, libre movilidad de capitales e inflación estructural –es decir, el traspaso magnificado del tipo de cambio a la inflación– constituye uno de los principales obstáculos al desarrollo, como lo es el caso de México y otros países latinoamericanos, que dependen de tecnología e insumos importados para su crecimiento

⁸³ El objetivo de inflación es explícito y puede ser puntual o mediante un rango, la estrategia en su totalidad se define en función de la prioridad que es la estabilidad de precios y a partir de ahí se establece una jerarquía de objetivos. Ello supone que la política monetaria está condicionada a dicha jerarquía y se enfoca principalmente a la estabilidad de precios (Meyer y Laurence 2004) citados por (Ampudia 2009)

⁸⁴ “En Latinoamérica varios países han transitado a un régimen de metas de inflación en donde destacan Brasil (1999), Chile (1990), Perú (1994), Colombia (1999), y México (1999), (Galindo y Ross 2005).

económico, y requieren divisas para adquirirlos. En estas economías, la estabilidad de precios se logra a través del anclaje del tipo de cambio nominal, lo que implica una tendencia a la baja en el tipo de cambio real, con la consiguiente pérdida de competitividad de las exportaciones, el abaratamiento de las importaciones, y una dependencia creciente de flujos de capital externos para cerrar tanto la brecha ahorro-inversión como la brecha de divisas.

Sin embargo, este comportamiento ha sido rechazado, ya que las crisis cambiarias y financieras de los años 1990 demostraron la inviabilidad a mediano y largo plazo de una política antiinflacionaria sustentada en la sobrevaluación del tipo de cambio. Es decir, se ha influido en los fundamentos económicos, y el cambio en los fundamentos ha reforzado expectativas orientadas a un proceso que inicialmente se autorrefuerza y, provoca confianza, pero detrás de todo, se ve severamente deteriorado, hasta el punto en que deja de funcionar adecuadamente.

En tercer lugar, el banco central debe definir cuál es el esquema de metas de inflación que desea seguir: si uno de tipo “estricto”, en donde sólo le preocupa la estabilización de la inflación, o uno de tipo “flexible” —llamado también *inflación flexible* por Bernanke (1999)— en donde no sólo se preocupe por la inflación, sino también por alguna variable del sector real de la economía, como la brecha del producto o el empleo.

Hoy, en efecto, los principales bancos centrales conducen su política monetaria por medio de un régimen de inflación, la mayoría fija un objetivo numérico (este es el caso de México, Brasil e Inglaterra). La *Fed*, en cambio, tiene una meta implícita (2 por ciento), destacando que no sólo le preocupa la inflación sino también el empleo, al igual que Canadá.

Lo anterior es relevante por la divergencia existente entre los objetivos de la *Fed* y la legislación canadiense, principales socios comerciales de México. En el caso de la *Fed*, su mandato es dual, es decir, esta institución debe preocuparse no sólo por la estabilidad de precios sino también por mantener el empleo en niveles cercanos a los de pleno empleo (véase: Stiglitz 2002 y Esquivel 2005). La legislación de Canadá establece como mandato de su banco central “mitigar la influencia de fluctuaciones en el nivel general de la producción, el comercio, los precios y el empleo” (Bank of Canada Act, Chapter B-2). En contraposición, en la ley del Banco de México no figuran el crecimiento económico ni el empleo (véase: *Ley Orgánica del Banco de México*).

Ahora bien, existen diversos “estilos de operación”. Uno de adhesión rigurosa que busca alcanzar la meta numérica en todo momento ignorando posibles costos económicos, y el estilo que Bernanke ha denominado “objetivo de inflación flexible”. En este caso se procura anclar en el objetivo la expectativa de inflación a largo plazo, no la tasa de inflación en todo momento. Esto sólo funciona cuando el banco central tiene credibilidad.⁸⁵

⁸⁵ Menciona Woodford (2005) que “un banco central que sea claro con sus objetivos y decisiones, pero que también los comunique y explique al público, contribuye a la efectividad de la política monetaria de forma que alcance mejores resultados.”

3.3.1 *La política monetaria de objetivos de inflación en México*

Una vez explicadas las características básicas de este esquema monetario, retomamos la exposición precisando que en el análisis de las presiones inflacionarias en México se fue restando énfasis al comportamiento de la base monetaria, aumentó la importancia de las metas de inflación de corto y mediano plazos, y las acciones discrecionales de política monetaria se orientaron fundamentalmente a la consecución de los objetivos de inflación en estos mismos plazos. Por lo que toca al CIN, este permaneció negativo el resto del periodo. Asimismo, aclaramos que primero pasaremos a describir lo referente a algunas variables para poder tener una visión textual y posteriormente ilustrativa mediante las gráficas al final del texto.

En 1998 se detectan algunos cambios de importancia. En particular, en el Programa Monetario de este año se hizo una descripción sobre las reacciones de la autoridad monetaria ante perturbaciones internas y externas. Otro elemento importante e indicativo de la adopción de las metas de inflación fue el incremento del “corto” acordado en noviembre de ese año, cuando a raíz de la crisis rusa y de la caída del precio del petróleo la inflación se desvió de la meta propuesta.

El propósito de esta reacción del Banco de México se justificó así: “Procurar a través del manejo de la política monetaria, una pronta inflexión en la tendencia reciente de la inflación anual. Por ello [La Junta de Gobierno] ha decidido emprender desde ahora acciones en esta materia, de tal forma que podamos alcanzar el objetivo de inflación de 13 por ciento establecido para diciembre de 1999. Así, con el objeto de contrarrestar el proceso de revisión al alza de las expectativas inflacionarias para 1999, de evitar reacciones desordenadas de precios y de estar en posibilidad de alcanzar la meta de inflación de 13 por ciento para el próximo año, la Junta de Gobierno del Banco de México ha decidido acentuar las restricción monetaria, aumentando el monto del “corto” de 100 millones a 130 millones de pesos”⁸⁶.

De esta manera por primera vez el “corto” se incrementó explícitamente, es decir, que se buscaba un objetivo de inflación cuantificable y decidió establecerse un intervalo dentro del cual se considera que se ha cumplido con el objetivo pretendido, con un criterio preventivo, con el objeto de inducir las condiciones monetarias apropiadas para llevar a la consecución del objetivo de inflación del año siguiente. Asimismo, la base monetaria corriente para este año fue de 131,528 mp y la base monetaria real se ubicó en 46,127 mp. El CIN se incrementó negativamente en -100,836 mp. La inflación repuntó de 15.91 por ciento en 1997 a 18.62 para 1998. El tipo de cambio nominal se estableció en 9.14 pesos por dólar (con una depreciación nominal respecto al año anterior de 7.96 por ciento), y con un promedio anual de 12.27 por ciento, es decir, hubo una apreciación menor respecto del año anterior (13.11 por ciento). Las reservas internacionales se ubicaron en 30,140 md, un incremento de apenas 1,964 md debido

⁸⁶ Banco de México, Boletín de Prensa No. 139, noviembre 30, 1998.

a la crisis asiática de 1997, en el que la Comisión de Cambios⁸⁷ intervino por medio de subastas⁸⁸, inyectando liquidez cuando la demanda de divisas fue superior. Entre paréntesis, recordemos que a raíz de la crisis de la balanza de pagos de diciembre de 1994, la Comisión de Cambios se vio en la necesidad de modificar su régimen cambiario, de un tipo de cambio fijo con bandas de flotación se pasó a un tipo de cambio flexible, que prevalece hasta la actualidad, aunque como hemos visto, en la práctica se trata en realidad de un régimen cambiario con flotación intervenida que tiende a mantenerlo semifijo por lapsos de tiempo. Por otro lado, las reservas internacionales aumentaron en 593 md, finalizando en 30,733 md. El tipo de cambio nominal se ubicó en 9.56 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 22.13 por ciento. Sin embargo, la inactividad económica (en 1998 con 4.9 por ciento y cayendo en 1999 a 3.9 por ciento), “y el creciente desempleo se hizo presente, dejando ver que la estabilidad monetaria carecía de sustento real” (Mántey y López 2007).

Así, para 1999⁸⁹ el proceso se completó y se aceleró cuando el Banco de México anunció un objetivo de inflación a mediano plazo basado en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En enero de 1999, el Banco de México fijó como objetivo para el año 2003 alcanzar una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá (un techo del 3% anual). Es así como la estrategia de metas de inflación comienza adoptarse. La base monetaria corriente fue de 188,718 mp, en tanto que la base monetaria real fue de 58,924 mp. Por otro lado, la inflación bajó a 12.34 por ciento.

En el año 2000 se estableció como meta una inflación menor del 10 por ciento, y en octubre de ese año se anunciaron los objetivos de inflación para los años 2001 (6.5 por ciento) y 2003 (3 por ciento), y se hizo un anuncio respecto a la meta que se adoptaría para el año 2002 (4.5 por ciento). También, cabe destacar que para este año el Banco de México consideró conveniente ampliar los mecanismos de comunicación con el público mediante la publicación de informes trimestrales sobre la inflación. Asimismo, para el año 2000 al igual que en años anteriores, el instrumento utilizado por el Banco de México para modificar la postura de la política monetaria fue el objetivo de saldos acumulados (“corto”) en las cuentas corrientes que mantiene la banca en el instituto central. Desde enero, pero sobre todo a partir de mayo del 2000, el Banco de México inició una escalada de endurecimiento de su postura monetaria. El *corto monetario* fue elevado de 180 a 200 mp diarios en mayo; a 230 mp en junio, a 280 mp en julio, a 310 mp en octubre, a 350 mp en noviembre y a 400 mp en enero de 2001, empujando al

⁸⁷ La Comisión de Cambios está compuesta por 4 miembros: el Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público y el Gobernador y un Subgobernador del Banco de México. Las decisiones se toman por mayoría simple y en caso de empate el Secretario de Hacienda tiene el voto decisivo.

⁸⁸ Febrero de 1997, anunció de la Comisión de Cambios. En el cual se llevó a cabo cuando la paridad cambiaria se depreciara más del 2.0 por ciento.

⁸⁹ A Partir de 1999 a 2001 se extendieron líneas de crédito a México por los siguientes montos: 1999-2000, 23 mil millones de dólares; 2000-2001, 26 mil millones de dólares, y en 2001, 15 millones de dólares. Véase *Informe Anual del Banco de México* 2000 y 2001.

alza las tasas de interés y propiciando la apreciación real del peso mexicano. De esta manera, el tipo de cambio nominal para el año 2000⁹⁰ fue de 9.46 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 30.69 por ciento. Las reservas internacionales fueron de 33,555 md. La base monetaria corriente fue de 208,943 mp (59,874 mp en términos reales). La inflación logró estar por debajo del 10 por ciento, quedando en 9.02 por ciento, aplicando el tipo de cambio como mecanismo de transmisión. Sin embargo, a partir de este año la economía mexicana se fue desacelerando.

En suma, en el periodo 1998-2000 se redujo la importancia asignada al crecimiento de los agregados monetarios para fines del análisis de la inflación a futuro (véase: *Programa Monetario 2000*). Además, al haber sido superiores las expectativas de inflación del público durante gran parte del periodo, la autoridad monetaria intensificó la postura restrictiva de la política monetaria, acompañada de la política cambiaria para influir de manera significativa en el nivel de precios. Cabe señalar que partir del año 2000 se fue registrando una entrada inusitada de capital extranjero; en el 2001 estos provenían de las fusiones de los tres bancos mexicanos más grandes con bancos internacionales: Banamex-Citigroup, Bancomer-BBV y Serfín-Santander. En 1995 la inversión extranjera directa (IED) fue de 9,526.30 md, y para el año 2000 se duplicó para quedar en 18,109.78 md.

En el año 2001 se define el esquema de objetivos de inflación para México, y su instrumentación formal, el cual como sabemos, va acompañado de la independencia del instituto central (1993). Los factores que definieron este esquema son los siguientes:

- a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- b) el anuncio de metas de inflación de mediano plazo;
- c) la conformación de una autoridad monetaria autónoma;
- d) la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria;
- e) un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y
- f) el uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e

⁹⁰ A partir del año 2000 aparece la emisión de los Bonos de Regulación Monetaria (BREMS), con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero y facilitar con ello la conducción de la política monetaria. (Vease: <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/intermedio/subastas-y-colocacion-de-valores/regulacion-monetaria/notas-tecnicas-y-titulos-multiples/%7B00833CD1-3B39-087D-B24D-68056B1981ED%7D.pdf>).

identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios” (véase: *Programa monetario 2001*).

Para este año la base monetaria corriente fue de 225,580 mp (61,917 en términos reales). El tipo de cambio nominal se situó en 9.34 pesos por dólar, con un incremento en su apreciación promedio anual de 36.90 por ciento respecto al año anterior (30.69). La inflación fue de 4.48 por ciento, lográndose una baja significativa respecto al año anterior que fue de 9.0 por ciento. Las reservas internacionales continuaron su tendencia, incrementándose 6,536 md más respecto del año anterior, para ascender a un total de 40,091 md. Lo que destaca en este año es una dramática caída del PIB de -0.2 por ciento respecto al año anterior, en el que tuvo un crecimiento real del 6.6 por ciento.

Sin embargo, para este mismo año⁹¹ se puso de manifiesto que la sincronía de México con respecto al ciclo de la economía estadounidense no representa una casualidad. La integración del sistema productivo de nuestro país al sistema productivo de los Estados Unidos responde a un proceso histórico, que se reforzó con la instauración del modelo *neoliberal* desde los años 1980, y principalmente en los años 1990, con la firma y entrada en vigor del TLCAN. La elección de un modelo orientado “hacia afuera”, donde el sector exportador se constituye como el eje principal, así como el desmantelamiento y estancamiento de los sectores y ramas vinculados al mercado interno, convierte el crecimiento económico de México en una variable dependiente de las importaciones estadounidenses.⁹² El costo de la recesión de 2001 en materia de desempleo fue muy alto. “Tan sólo en 2001, ha sido de alrededor de medio millón de plazas” (Guillén 2003), aunque algunas instituciones, como la Universidad Obrera de México, calcularon un total de 818 mil⁹³. El número de asegurados permanentes en el IMSS, que es una referencia indirecta del nivel de empleo en el sector formal, “registró una disminución de 453,351 plazas entre noviembre de 2000 y diciembre de 2001. Según datos del INEGI, tan sólo en las maquiladoras se perdieron 188,704 empleos, una reducción del 17.1% entre noviembre de 2000 y noviembre de 2001” (Guillén 2003).

Una vez formalizada la estrategia monetaria el año anterior, para el año 2002 se tuvo una base monetaria corriente de 263,937 mp, y una real de 68,539 mp. También un repunte de la inflación de 5.75 por ciento, mayor a la obtenida en 2001 de 4.48 por ciento. El tipo de cambio nominal se situó en 9.66 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 37.08 por ciento. Las reservas internacionales se situaron en 46,099 md. La inflación volvió a ganar terreno, por encima de la meta, en 5.75 por ciento.

⁹¹ En este año también sucedieron los eventos terroristas del 11 de septiembre del 2001.

⁹² La recesión comenzó prácticamente desde el segundo trimestre de 2001 cuando el PIB se estancó; en los siguientes dos trimestres se registró decrecimiento (-1.6% y -1.8%). A lo largo del 2001, el PIB disminuyó 0.3%. A pesar de la reactivación del PIB en Estados Unidos durante el primer trimestre de 2002, la recesión en México continuó e inclusive se profundizó, pues se contrajo a una tasa anualizada del 2% (Guillén 2003).

⁹³ *El Financiero*, México, 11 de febrero del 2002.

En el año 2003⁹⁴ la base monetaria corriente fue 303,614 mp, y la base monetaria real fue de 75,824 mp. Mientras que la inflación descendió en 4.04 por ciento respecto al año anterior, en el que fue de 5.75 por ciento. El tipo de cambio nominal se situó en 10.79 pesos por dólar, con una apreciación anual de 25.30 por ciento. Las reservas internacionales totalizaron 56,086 md. Lo sobresaliente en este año, respecto a la conducción de la política monetaria, fue el término de los saldos acumulados en junio de 2003, seguido por el de saldos diarios.

Para el año 2004 la base monetaria corriente se situó en 340,178 mp, la base monetaria en términos reales fue de 80,764 mp. La inflación de nuevo repuntó respecto al año anterior, quedando en 5.27 por ciento. El tipo de cambio nominal fue de 11.29 pesos por dólar y, en promedio anual, tuvo una apreciación de 22.09 por ciento. Las reservas internacionales totalizaron 61,496 md. Lo destacable para este año fue que “de 1995 a 2004 las reservas internacionales se incrementaron 265%, pasando de 16.8 billones de dólares en 1995 a 61.5 billones de dólares a finales de 2004. Como fracción del PIB se incrementaron de 7 a casi 10% en el mismo periodo” (Cruz y Walters 2006).

En el año 2005 la base monetaria ascendió a 380,034 mp corrientes (87,319 mp en términos reales). Es decir, un saldo real de 6,555 mp respecto del año anterior. Por su parte, la inflación fue de 3.39 por ciento. Se logró así la meta inflacionaria de 3 por ciento (+/- 1 por ciento). El tipo de cambio nominal fue de 10.90 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 27.17 por ciento, incrementándose significativamente respecto a los dos años anteriores. Las reservas internacionales se incrementaron a 68,669 md.

Para el año 2006 la base corriente se ubicó en 449,821 mp, bajo este mismo rubro pero en términos reales, la base monetaria alcanzó 99,330 mp. El tipo de cambio nominal se mantuvo prácticamente igual que el año anterior en 10.90 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 27.68 por ciento. La inflación se ubicó en 4.14 por ciento, alejándose de la meta inflacionaria. Las reservas internacionales disminuyeron en 989 md en ese año, para ubicarse en 67,680 md.

Para el año 2007 la base monetaria corriente fue de 494,744 mp (la base monetaria real fue de 105,291 mp). El tipo de cambio nominal siguió con una tendencia similar a los dos años anteriores (10.93 pesos por dólar). Asimismo, la inflación fue de 3.84 por ciento, ubicándose por encima de la meta, pero dentro del rango establecido (+/- 1 por ciento). Las reservas internacionales repuntaron ubicándose en 77,894 md; sin embargo, éste fue el saldo luego de la intervención para frenar la caída del peso; 8 mil 900 millones de dólares se vendieron en tres días, en la semana que concluyó el 10 de octubre.

⁹⁴ En abril de 2003 se modificó la Ley de Pensiones, permitiéndose *bursatilizar* los fondos de pensiones e invertirlos en instrumentos financieros extranjeros.

Lo trascendente para este año fue la conclusión de la crisis económica de *hipotecas supprime* en Estados Unidos, que se venía gestando desde 2002, ya que “el costo del crédito hipotecario bajó en aquel entonces de un 11.75 por ciento a 5.25 por ciento, los préstamos se dispararon en más de 100 por ciento sólo entre 2002 y el 2005”.⁹⁵ Las instituciones financieras aprovecharon diversos vehículos y nuevos instrumentos financieros para ayudar a la expansión crediticia, que finalmente llevaron a una *burbuja* al sector de las viviendas, cuando sus precios se incrementaron muy rápido y como consecuencia de su demanda en varias regiones de Estados Unidos. Esto permitió a los intermediarios financieros conseguir grandes ganancias que ocasionaron una gran implosión sistémica⁹⁶ que se dispersó a nivel mundial.

Lo acontecido para el año 2008 fue una base monetaria corriente de 577,543 mp (en términos reales de 115,378 mp). EL tipo de cambio nominal se ubicó en 11.13 pesos por dólar con una apreciación promedio anual de 28.78 por ciento; sin embargo, cabe mencionar que para el mes de julio y agosto hubo apreciaciones mayores de 35.67 y 39.01 por ciento, respectivamente. La inflación fue de 6.59 por ciento, rebasando notoriamente la meta inflacionaria. Sin embargo, encontramos una caída del PIB de 1.5 por ciento, tendencia que venía manifestándose desde el año 2007 en donde hubo un PIB de 3.3 por ciento, siendo inferior al 4.8 por ciento en 2006. Las reservas internacionales continuaron incrementándose totalizando 85,274 md. Lo relevante en este año en lo relativo a la política monetaria fue la transición de un instrumento de restricción cuantitativa (“corto”) a otro de objetivo de tasa de interés a un día, es decir, tasa de fondeo bancario, el cual está vigente en la actualidad. Otro factor importante es la tasa de desempleo para este año, observada en 5.23 por ciento según la Organización Internacional del Trabajo (OIT).⁹⁷ Cabe mencionar que la economía mexicana oficialmente cae en recesión iniciando este año.

En el año 2009, la base monetaria corriente fue de 632,458 mp, y en términos reales se ubicó en 121,994 mp. El tipo de cambio nominal fue de 13.51 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 11.48 por ciento. La inflación se ubicó en 3.61 por ciento. Las reservas internacionales totalizaron 90,838 md. Finalmente, para este año, y dada la tendencia de desaceleración vista en la economía, el PIB en México cae -6.5 por ciento, según cifras oficiales, con repercusiones graves en todos los sectores productivos. Por otro lado, la tasa de desempleo ascendió en junio de este año en 5.17 por ciento, siendo para julio 6.12 por ciento; es decir, en un mes se incrementó casi un punto porcentual según datos de la OIT. El INEGI, por su parte, registró una tasa de desempleo anual de 5.35 por ciento. Asimismo, la OIT

⁹⁵ Revista *Ejecutivos de Finanzas*, noviembre del 2008.

⁹⁶ En febrero-marzo del año 2007 más de 25 prestamistas se declaran en bancarota: Bear Stearns anuncia la quiebra de dos de sus fondos especulativos; el 30 de septiembre NETBANK, el pionero de bancos por Internet, se declara en bancarota.

⁹⁷ Para este año, el 21 de septiembre de 2008, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, comunica los primeros detalles del plan, el cual tendría un costo de rescate de 700 mil md. El plan de rescate es rechazado por la Cámara de Representantes. Las bolsas de valores del mundo caen, teniendo una de las peores jornadas de la historia, con pérdidas que superaron los 2 billones de dólares. El 1º. de octubre el senado de Estados Unidos aprueba modificaciones al plan de rescate, lo que eleva su costo a 850 mil md.

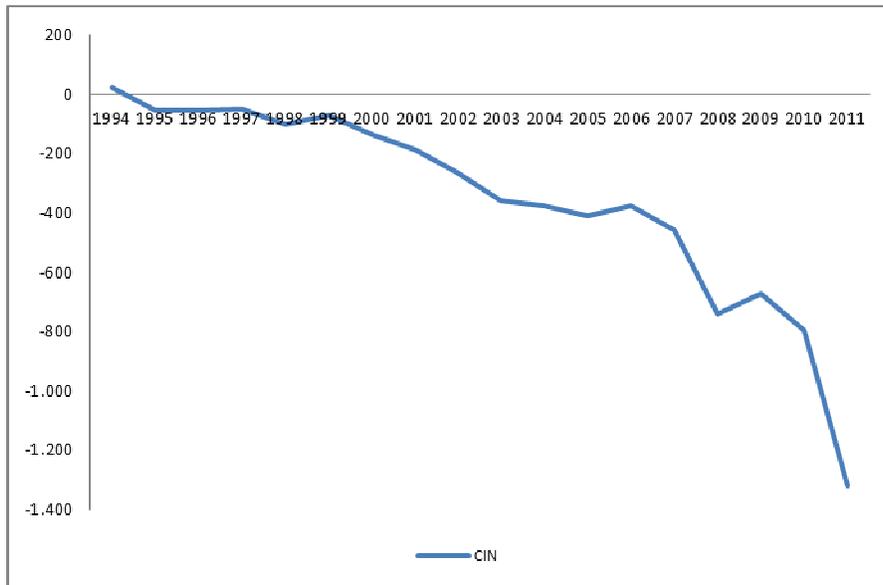
registró que al cierre del 2009 en el mundo había 212 millones de desempleados, o sea, personas que a pesar de que quieren y necesitan un trabajo, no lo encuentran.⁹⁸

Para el año 2010, la base monetaria corriente fue de 693,483 mp; aplicando un índice inflacionario de 541.25 por ciento, la base monetaria en términos reales se ubicó en 128,127 mp. La paridad nominal fue de 12.64 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual de 21.94 por ciento. El nivel de precios se incrementó nuevamente respecto al año anterior 4.56 por ciento. Los activos internacionales fueron de 113,597 md. El crecimiento del PIB registró 5.4 por ciento, crecimiento que no recuperó la caída sufrida en el año anterior. La tasa de desempleo anual quedó en 5.87 por ciento para este año, según datos del INEGI.

Para el último año del periodo de estudio, la base monetaria corriente se fijó en 763,543 mp; la base monetaria real 185,881 mp. El tipo de cambio nominal para junio 2011, fue de 11.90 pesos por dólar, con una apreciación promedio anual mayor respecto al año pasado de 24.77 por ciento. Por otro lado, la inflación anual estable sólo refleja el estado de una economía estancada con 3.82 por ciento. Las reservas internacionales se ubicaron en máximo histórico de 141,967 millones de dólares para diciembre del mismo año. Sin embargo en el periodo 2006-2011 el desempleo y la informalidad se manifiestan con gran fuerza.

A continuación agregamos las gráficas correspondientes a las variables mencionadas en el periodo de estudio.

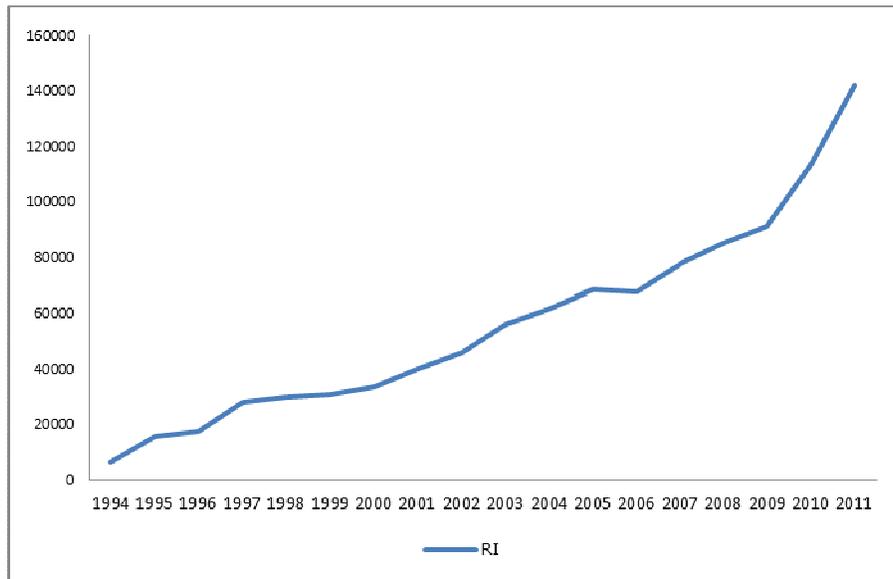
Gráfica 8. Comportamiento del crédito interno neto del Banco de México



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México (IABM, varios años).

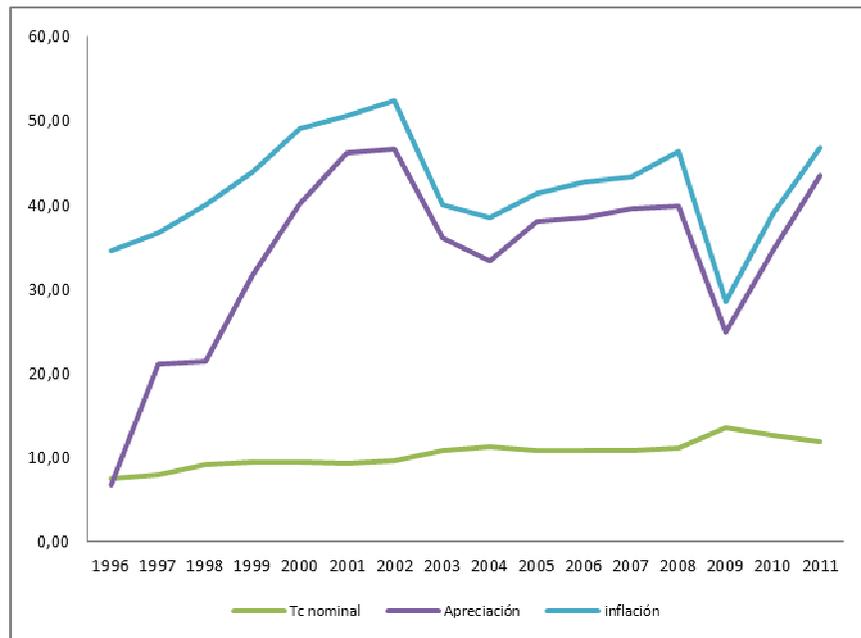
⁹⁸ El Economista, 27 de enero de 2010.

Gráfica 9. Comportamiento de las reservas internacionales de México



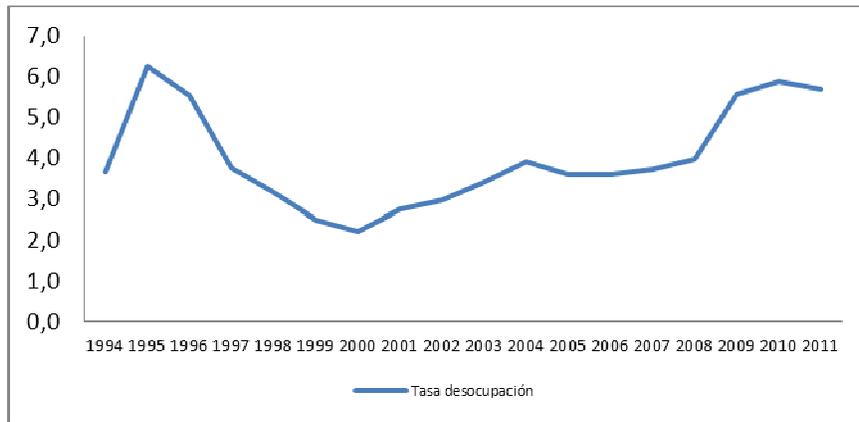
Fuente: Banco de México.

Gráfica 10. Tipo de cambio nominal, apreciación cambiaria e inflación



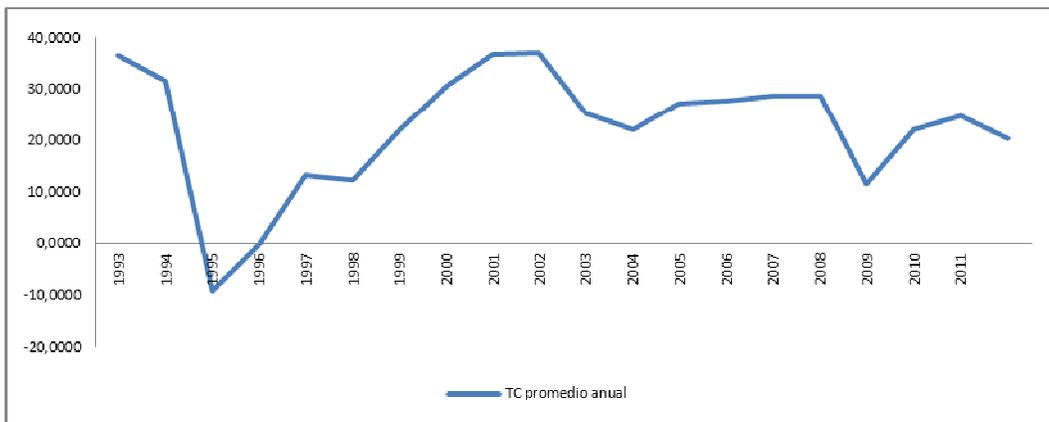
Fuente: Elaboración propia con datos del CEFY y Banco de México

Gráfica 11. Tasa de desocupación



Fuente: Elaboración propia con datos del CEFP e INEGI

Gráfica 12. Sobrevaluación y subvaluación del peso

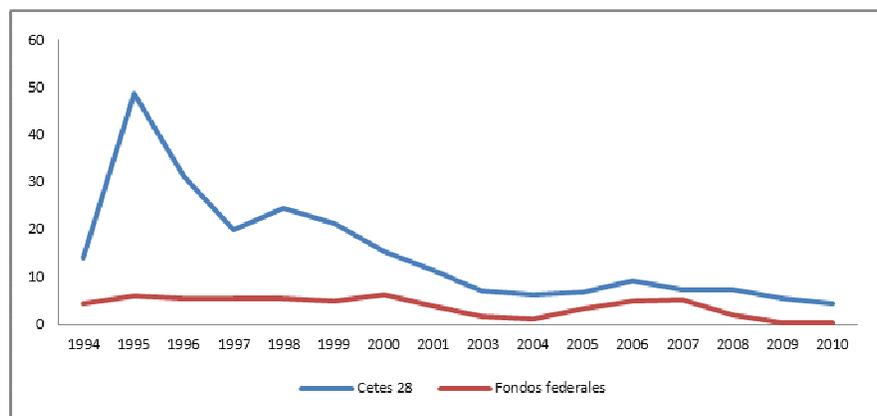


Fuente: Elaboración con datos de la Cámara de Diputados. Sobre o subvaluación: Es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico. Año base: 1996. El signo negativo (-) indica subvaluación del peso mexicano, respecto al dólar americano y el signo positivo (+) indica sobrevaluación del peso con respecto al dólar americano.

En suma, para este capítulo podemos mencionar lo siguiente. Las autoridades mexicanas decidieron ir adoptando un régimen de metas inflación *estricto*, en donde la preocupación fundamental apunta a combatir la inflación mediante una política monetaria relativamente restrictiva y mantener activos internacionales por motivos de precaución y de transacción, es

decir, la acumulación de reservas es utilizada para *estabilizar* –digamos, aparentemente– el tipo de cambio y la tasa de interés, con la premisa de preservar la confianza en los mercados tanto internos como externos respecto del cabal cumplimiento de las obligaciones denominadas en moneda extranjera.

Gráfica 13. Comparación de las tasas de interés de referencia de México y EU



Fuente: Banco de México

El Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales de las llamadas economías emergentes, afirma que el actual régimen cambiario es de libre flotación y que la política monetaria ha sustituido al tipo de cambio como ancla nominal de la economía.⁹⁹ Sin embargo, los estudios revelan que un gran número de países que permiten la flotación de sus monedas en realidad no la llevan a cabo (Calvo y Reinhart 2002, Reinhart y Rogoff 2004, Böfing y Wollmershauser 2001 y Hüfner 2004; citados por Rosas 2011). Este fenómeno económico conocido como “miedo a flotar” está comprobado especialmente en los países que experimentan un elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación, y que muestran un compromiso de sus bancos centrales por aplicar esquemas de metas de inflación estricta.

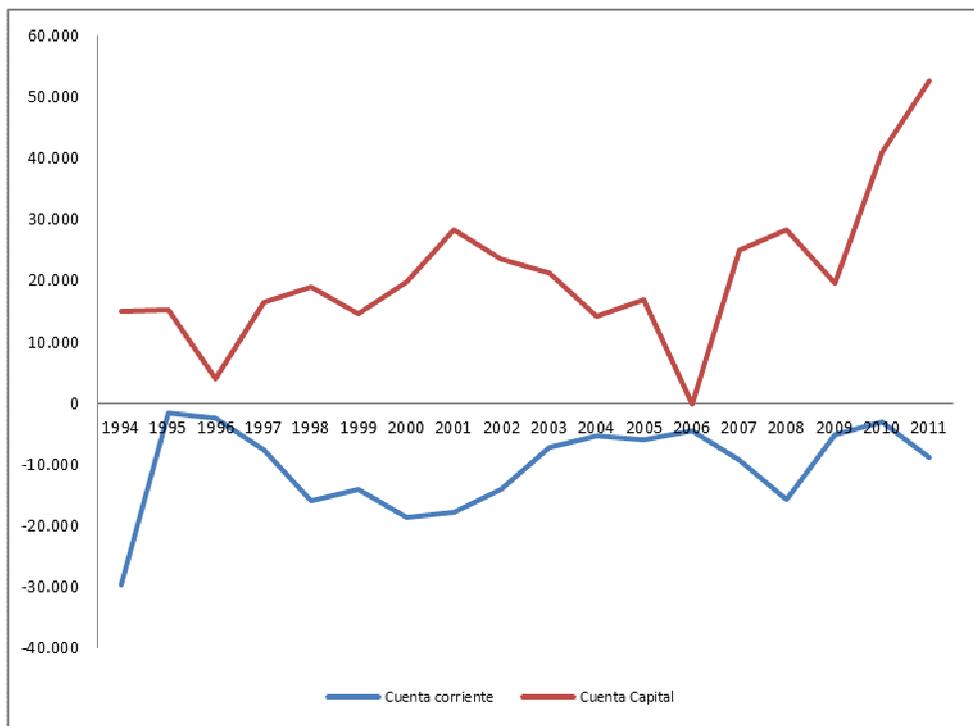
Al ser la economía mexicana altamente dependiente del sector externo (tomadora de precios externos, *price taker*), y teniendo presente que uno de los problemas estructurales que presenta es su déficit de cuenta corriente, el cual financia con la entrada de capitales del exterior¹⁰⁰, el desequilibrio en el comercio exterior genera presiones en el mercado cambiario, las cuales

⁹⁹ “A partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que coordinaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad. En estas circunstancias, la política monetaria asumió ese papel que, en términos técnicos, se conoce como ancla nominal de la economía”. Véase en: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7B5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783%7D.pdf>

¹⁰⁰ Estudios de (Hernández y López 2001) mencionan la importancia de recalcar que la composición del superávit en la cuenta de capital también es un síntoma de fragilidad de la balanza de pagos.

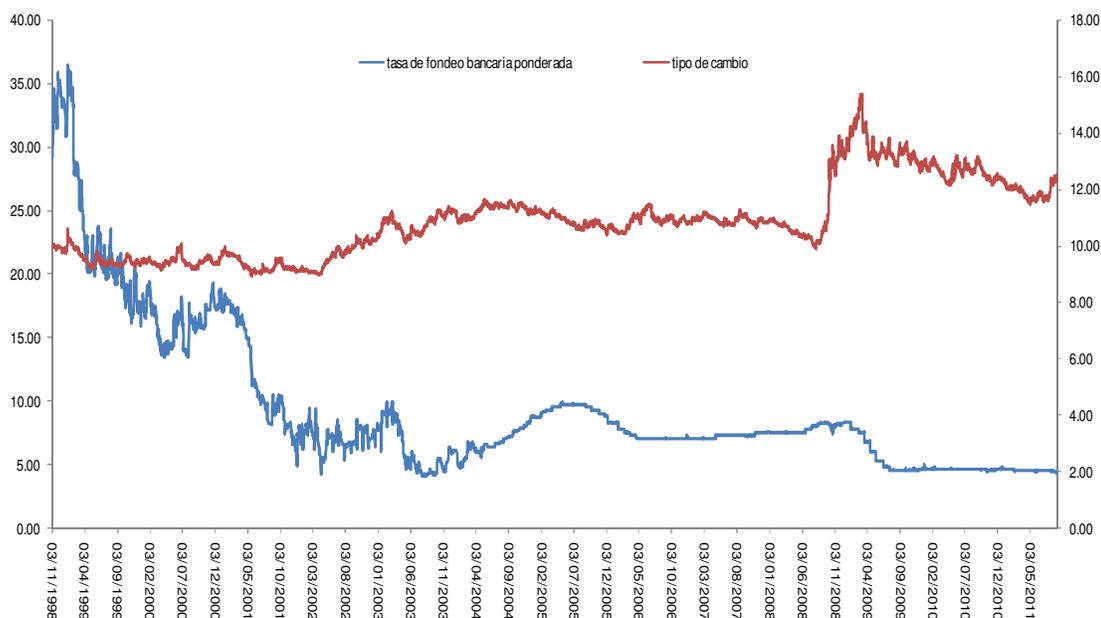
tienden a depreciar el tipo de cambio, sobre todo cuando hay salida de capitales en periodos de crisis económicas. Por lo tanto, para que no suceda lo anterior, las autoridades monetarias en México intervienen para evitar esta reversión de capitales, pero en los hechos empíricos tampoco es garantía la retención de estos flujos de capital externos (véase gráfica 14).

Gráfica 14. Comportamiento de la cuenta corriente y la cuenta de capital de México



Fuente: Elaboración propia con datos del CEFP que a su vez se basa en los datos de la SHCP, Banco de México y Federal Reserve Bank of St. Louis, EU.

En realidad, el tipo de cambio funciona como un régimen cambiario de flotación “sucia”; si bien el tipo de cambio es determinado por el mercado, es decir, por la oferta y la demanda en el mercado de divisas, la autoridad monetaria influye directa o indirectamente en los movimientos del tipo de cambio. Los indicadores utilizados para regular el tipo de cambio son, en general, el saldo de la balanza de pagos y el nivel de las reservas internacionales; de esta manera, también hace frente a *shocks* financieros, por parte del Banco de México, realizando una agresiva intervención en el mercado de divisas que han sobrevaluado el valor de la moneda mexicana (véase gráfica 15).

Gráfica 15. Comportamiento de la tasa de interés y del tipo de cambio durante 1998-2011

Fuente: Banco de México.

Los periodos en los que se ha implementado en México un régimen de libre flotación constituyen más bien la excepción de la regla, dado que lo que ha prevalecido es el régimen de flotación intervenida o llamada flotación “sucia”. “De acuerdo con la clasificación de los sistemas cambiarios que realiza el FMI, México aparece entre la lista de países con *flotación independiente*, es decir, la tasa cambiaria queda determinada por el mercado cambiario y la intervención del gobierno debe ser esporádica y discrecional, y normalmente tiene por objeto moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, pero no establecer su nivel” (León 2008).

Por el lado de las reservas internacionales, esta acumulación de activos internacionales sin precedente no ha sido gratuita. Estudios de Rodrik (2000) y Bird y Rajan (2003) citados por Cruz (2006), “han estimado que el exceso de acumulación de reservas, definido por el criterio del cociente de reservas internacionales a importaciones, tiene asociado un costo de alrededor de 1% del PIB”. Mendoza (2004), por su parte, estima que “el costo trimestral para una muestra de 65 economías en desarrollo durante el periodo 1998-2001 fue de aproximadamente US\$450 millones”.

Por otro lado, y aún más preciso con el entorno actual, otros estudios han sugerido que dicha estrategia puede ser contraproducente al debilitar el sistema financiero doméstico mediante la creación del denominado *riesgo moral*¹⁰¹ (García y Soto 2004). Es decir, dentro del contexto

¹⁰¹ El término *riesgo moral* (*moral hazard*) se utiliza con frecuencia al analizar los efectos contraproducentes de los seguros. Se refiere a la idea de que cuando se cuenta con un seguro, aumentan las posibilidades de que ocurra el hecho contra el cual se compró el seguro porque el asegurado se siente menos incentivado a adoptar medidas preventivas.

financiero actual, no sólo los economistas y los que formulan las políticas, sino también los académicos y la población, cuestionan la asistencia financiera de instituciones como el FMI que conduce al *riesgo moral*, ya que la *condicionalidad* de préstamos de recursos¹⁰², establecida por este mismo organismo, tiene por objetivo cuidar este tipo de riesgo¹⁰³. Por esta razón, el papel que desempeña el FMI en calidad de prestamista de países que enfrentan crisis financieras, alienta a los prestatarios y a los prestamistas a correr riesgos *excesivos* o *imprudentes*, y comportarse de tal manera que se intensifica la probabilidad de ocurrir otra crisis. En términos del planteamiento del profesor Paul Krugman, el riesgo moral es "cualquier situación donde una persona decide cuánto riesgo tomar mientras que alguien más paga el costo si las cosas salen mal" (Krugman 2009).

Finalmente, es importante destacar que la generalidad de los estudios ha mostrado una escasa preocupación respecto al costo que en términos de desarrollo tiene la estrategia de acumulación de reservas internacionales, particularmente cuando existen estrategias alternativas capaces de brindar estabilidad financiera y contribuir en metas de crecimiento (Cruz y Walters 2006). Asimismo, la política de metas de *inflación estricta* llevada a cabo por el Banco de México se ha ocupado principalmente del corto plazo a pesar de la advertencia mencionada por Svensson (2002) relativo a lo que considera una característica indeseable de un buen esquema de objetivos de inflación: "Olvidarse por completo de las consecuencias reales de la política monetaria en el corto y mediano plazo y concentrarse exclusivamente en controlar la inflación en el horizonte de tiempo más corto tendría consecuencias negativas. Esta política se denomina *objetivos de inflación estricto* en la literatura".

Por lo tanto, las consecuencias de la instrumentación de la política monetaria de metas de inflación (*IT*) han sido negativas, ya que las señales que se pretenden llevar a cabo –donde las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios manejada– por la Junta de Gobierno del Banco de México, han sido a costa de agudizar el problema del estancamiento económico, lo que nos indica que las metas

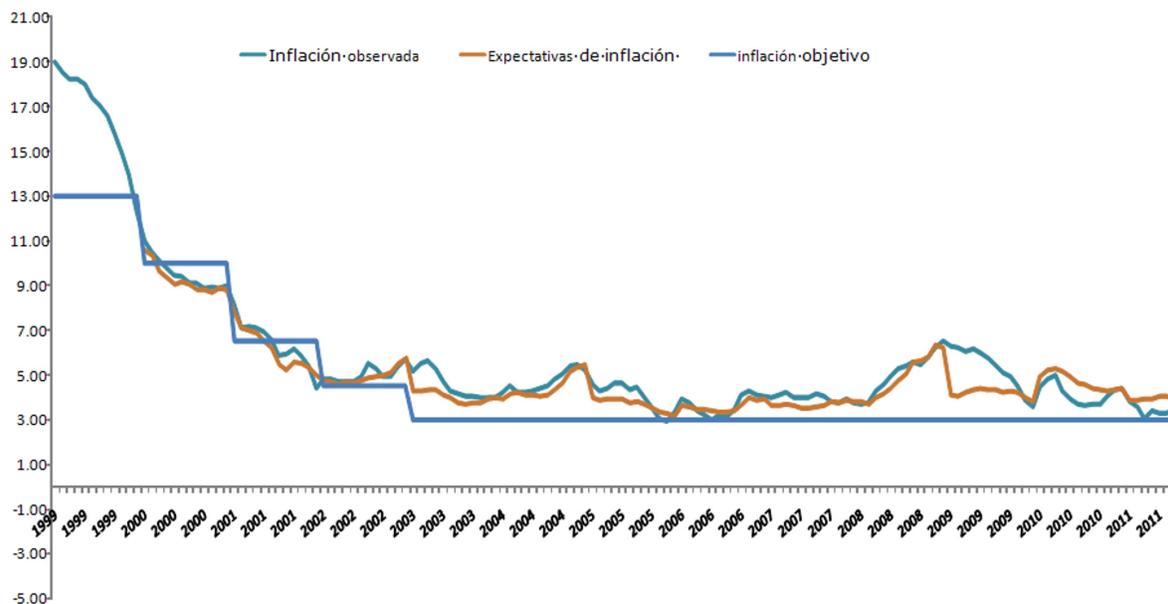
El *efecto de riesgo moral* no se refiere a la selección perversa de los inversionistas causada por un aumento de la tasa de interés, sino a la selección perversa de proyectos de inversión en la mente de cada inversionista. De acuerdo con este efecto, todo cambio de la tasa de interés lo lleva a que cada inversionista elija entre sus proyectos de inversión cuáles financiar con deuda bancaria. Un aumento de la tasa de interés lo lleva a elegir los proyectos más riesgosos, pues son los que prometen un mayor retorno, aunque su realización sea menos probable. De esa forma, este efecto lleva a que cada inversionista se desee comportar en forma más especulativa a medida que aumenta la tasa de interés.

¹⁰² También llamados *criterios de ejecución cuantitativos*, hacen referencia a los criterios macroeconómicos (reservas internacionales, agregados monetarios y de créditos, disciplina fiscal o préstamos externos), mientras que los *criterios de ejecución estructurales* tienen que ver con acuerdos específicos que se logran para lograr el crecimiento futuro (véase: Mañan 2004, y FMI 2001 y 2002).

¹⁰³ Véase el material publicado originalmente en el documento de trabajo WP/00/168 del FMI titulado *¿Does IMF Financing Result in Moral Hazard?* de octubre del 2000. Asimismo, tomamos en cuenta lo dicho por Anne Krueger, primera Subdirectora Gerente del FMI en un discurso pronunciado ante el National Economists' Club, American Enterprise Institute, Washington, D.C., en Noviembre del 2001: "El riesgo moral sigue siendo motivo de preocupación. Puede que las instituciones privadas se sientan alentadas a prestar e invertir despreocupadamente, o al menos más de lo que deberían, si piensan que el Fondo garantizará el reembolso de sus deudas".

de inflación manifiestan problemas para cumplirse (véase gráfica 11), y sus resultados no han favorecido la economía interna del país, por defectos en los mismos mercados financieros y en la falsa autorregulación de los mismos.¹⁰⁴

Gráfica 16. Desempeño de la política monetaria de metas de inflación durante 1999-2011



Fuente: Elaboración con datos del Banco de México.

¹⁰⁴ Daniel Kahneman Premio Nobel de Economía 2002, menciona respecto a la irracionalidad de los mercados: “No podemos suponer que nuestros juicios sean un buen conjunto de bloques sólidamente estructurados, sobre los cuales basar nuestras decisiones, porque los juicios mismos pueden ser defectuosos” (El Financiero 26 de abril de 2007). Asimismo, El economista Joseph Stiglitz, nos indica en un artículo en el China Daily del 12 de Diciembre de 2009, *Cinco Lecciones que deberíamos haber aprendido de la crisis actual*: 1) *El mercado no se corrige solo*. De hecho sin la regulación adecuada, el mercado tiene una tendencia natural hacia los excesos. Sencillamente la mano invisible de Adam Smith no existe. Los banqueros persiguen su propio interés que no tiene porque encajar con los intereses generales de la sociedad; 2) *La segunda lección implica tratar de entender porque a menudo los mercados no funcionan como deberían*. Hay varios motivos para que ocurran los fallos del mercado. En este caso, las instituciones financieras demasiado grandes para caer, tienen incentivos perversos. Si sus apuestas tienen éxito, se quedan con todos los beneficios, si fallan, es el contribuyente el que *paga la fiesta*. Cuando la información es imperfecta, el mercado no funciona bien, y las informaciones imperfectas abundan en el mercado financiero; 3) *Tercera Lección, las políticas Keynesianas funcionan*. Países como Australia, que han implementado grandes planes de estímulo bien diseñados, están saliendo de la crisis. Otros países que han sucumbido a la vieja ortodoxia... siempre que la economía entra en recesión aparece el déficit, la recaudación de impuestos cae de forma más rápida que los gastos. La vieja política económica ortodoxa sostiene que este déficit debe ser cortado, ya sea aumentando impuestos o recortando el gasto. Cualquiera de las dos medidas reduce la demanda agregada y empuja a la economía a una profunda depresión y menoscaba aún más la confianza; 4) *Tiene que haber algo más en la política monetaria que sólo luchar contra la inflación*. Una atención excesiva en controlar la inflación por parte de los bancos centrales provoca que se ignore lo que está sucediendo en los mercados financieros. El coste de una inflación elevada, es minúsculo comparado con el coste que se impone a una economía si los Bancos Centrales dejan que florezcan las burbujas especulativas; 5) *No toda innovación nos lleva a tener una economía más eficiente y productiva, por no mencionar una mejor sociedad*. Los incentivos privados importan, y si no están alineados con un retorno social, el resultado puede ser que se tomen riesgos excesivos. Por ejemplo los beneficios de la innovación en la ingeniería financiera de los últimos años son difíciles de probar. Lo que ha quedado claro es que el coste asociado a ellos ha sido enorme.

El incumplimiento de las metas inflacionarias, a partir de su instrumentación formal, se han mostrado en los años de 2001, 2002, 2004, 2006, 2008 y 2010 con 4.48, 5.75, 5.27, 4.14, 6.59 y 4.56, respectivamente, en términos porcentuales de manera anual. Para el año 2011 se observa una inflación de 3.87 por ciento, lo que implica que se alcanzó la meta inflacionaria tomando en cuenta el intervalo (+/-1%). Sin embargo, es evidente que el nivel de precios para 2011 se da bajo el contexto de desaceleración mundial.

CAPÍTULO 4

EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO, 1994-2011

AL ADOPTAR LA ECONOMÍA MEXICANA medidas de restricción monetaria y la acumulación de reservas internacionales para mantener un tipo de cambio *sobrevaluado*, se ha alejado de los objetivos fundamentales –hoy necesarios– consistentes en la creación de empleos,¹⁰⁵ el fortalecimiento del mercado interno mediante la inclusión de cadenas productivas nacionales, dinamizando la economía, y el fomento al consumo interno¹⁰⁶ para generar mecanismos propios de crecimiento económico.

Después de la crisis de 1994-1995 la estrategia de política monetaria se orientó a combatir la inflación y al incremento de las reservas internacionales (principalmente desde 1996) mediante: 1) el efecto que ha causado el “corto” (periodo 1995-2008), y 2) la administración de las cuentas corrientes de la banca comercial en el Banco de México. Así, el banco central dota a la banca comercial de recursos monetarios pero a una tasa superior, provocando que la banca comercial acuda al mercado de deuda, y estableciendo una tasa interbancaria que en las últimas tres décadas no ha favorecido al sector productivo¹⁰⁷ (CIN negativo desde 1995 a la

¹⁰⁵ En el programa de radio *Momento Económico*, conducido por la doctora Irma Manrique Campos, del 7 y 14 de octubre del año 2010, el doctor Gerardo González Chávez y la propia doctora Manrique hacen un análisis sobre el mercado de trabajo en México. Mencionan que en los últimos treinta años no ha habido creación de riqueza y, por lo tanto, se tienen bajas tasas de crecimiento económico, lo cual se ha reflejado, sin duda, en la calidad y cantidad de empleos. No sólo no se ha podido incluir a los jóvenes al mercado de trabajo sino que se ha generado mayor informalidad, menor ingreso privado y menor demanda interna. La informalidad ha crecido a 12.5 millones de personas (de 43.6 millones de la PEA), representando el 28.6%, casi una tercera parte. Es urgente atender esta variable, ya que se necesitan 1 millón 200 mil empleos anuales (jóvenes que se incorporan al mercado laboral cada año), además de los empleos perdidos o que han quedado rezagados en años anteriores. Por otro lado, la migración hacia Estados Unidos representa 7 millones de mexicanos.

¹⁰⁶ La fortaleza de la recuperación y su durabilidad están en función del desempeño de la demanda de los hogares y del sector empresarial. Las micro, pequeñas y medianas empresas constituyen 99% del total de unidades económicas del país, representan alrededor de 50% del PIB y contribuyen a generar más del 70% de los empleos en México.

¹⁰⁷ Raúl Aníbal Feliz Ortiz, Investigador del Centro de Investigación y Docencia Económica (CIDE), afirma que “nuestro sistema bancario deja mucho que desear... si uno calcula el coeficiente del valor del libro de préstamo de la banca comercial mexicana y lo compara con el producto interno bruto (PIB), la proporción es muy pequeña, apenas un 14 por ciento”. Además, “el tamaño del crédito bancario, en comparación con el tamaño de la economía, es claramente insuficiente, si lo comparamos con los niveles de países desarrollados, donde es superior

fecha), colocando títulos del propio Banco de México en el mercado de dinero, mediante la esterilización monetaria,¹⁰⁸ dando como resultado un tipo de cambio sobrevaluado. Como menciona Roberto Frenkel (2007): “el exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta del banco central es lo que invalida el ‘trilema’¹⁰⁹ y faculta a dicho banco para determinar el tipo de cambio y la tasa de interés”. Es decir, dichos instrumentos le han dado la facultad al Banco de México para determinar el tipo de cambio y la tasa de interés, de manera que éstas variables no se determinan mediante la oferta y la demanda, ya que el tipo de cambio se apreciaría demasiado, dado el exceso de oferta monetaria internacional, lo que ha suscitado en una intervención excesiva en el mercado cambiario y en el mercado de dinero, donde ambas variables fuerzan el mantenimiento de una postura restrictiva de política monetaria y un tipo de cambio semifijo.¹¹⁰ La evidencia empírica confirma que el tipo de cambio contribuye a la meta inflacionaria del Banco de México. Esto es reflejo de que el *pass-through* continúa siendo significativo a pesar del escenario de inflación baja y estable.¹¹¹ Sin embargo, la política de metas de inflación en México ha sido inconsistente y costosa, es decir, esta política ha tenido severas dificultades para cumplir la meta inflacionaria (3% +/- 1%), y no ha generado resultados en el largo plazo debido a la inflación estructural.

Explicando lo anterior, podemos establecer que con un tipo de cambio flexible la política monetaria se vuelve un instrumento determinante para que la autoridad monetaria influya en el nivel del tipo de cambio. La política monetaria en un régimen de tipo de cambio flexible y economía abierta presenta la característica de que el banco central tiene la capacidad de aplicar una política monetaria autónoma: puede aumentar la demanda agregada mediante un recorte

al 100%; insuficiente si lo comparamos con los niveles de las economías emergentes, que suele estar entre el 30 o 40%, y es incluso insuficiente incluso comparado con la historia de México” (Revista New Week en español 2009).

¹⁰⁸ La esterilización se instrumenta en dos etapas: en la primera, la intervención del banco central en el mercado cambiario genera una expansión de la base monetaria. Como resultado hay un acervo mayor de base monetaria, un acervo inalterado de activos internos y una tasa de interés menor que la inicial. En la segunda etapa, la esterilización completa compensa totalmente el cambio en la cartera privada (familias, empresas y bancos) que tuvo lugar en la primera etapa. El banco central absorbe el incremento de la base monetaria y coloca un monto de activos internos equivalente al exceso de demanda inicial de esos activos (el exceso de oferta de divisas) retornando la tasa de interés interna a su nivel anterior (véase: Bofinger y Wolmerhäuser 2003 citados por Frenkel 2007).

¹⁰⁹ Se refiere a una economía abierta, con libre movilidad de capitales, tipo de cambio flexible y estabilidad de precios.

¹¹⁰ Los agentes económicos demandan dólares para importar productos del exterior, realizar inversiones de capital en otros países, pagar intereses y hacer abonos de capital por concepto de deuda externa, o para viajar al extranjero. Adicionalmente, se pueden demandar dólares con fines especulativos: “en el mercado de divisas la compra y venta generalmente se realiza en un plazo relativamente corto, de manera casi inmediata, aunque en el mercado cambiario también se pueden realizar operaciones en los que la compra o venta se realiza a plazos mayores a una semana, inclusive con vencimiento mayor a un año. Este elemento temporal, en cuanto al vencimiento de las operaciones, hace que el mercado cambiario se divida en mercado de contado o *spot* y en mercado a plazo o *forward*. Es importante mencionar que en la mayoría de las operaciones del mercado cambiario la liquidación se realiza 48 horas después de haber vencido, por lo que las operaciones que se liquidan de manera inmediata, en 24 o 48 horas, son consideradas operaciones de mercado *spot* (Ayala Gaytán *et al* 2008).

¹¹¹ Tylor (2000) afirma que el *pass-through* depende de la historia de inflación de la economía. Por lo tanto, si en virtud de Regla de Tylor la inflación desciende (ϕ), también tenderá a cero. El Banco de México comparte esta hipótesis (Sánchez, Bruno y Perrotini 2010).

de los tipos de interés, provocando una depreciación de la moneda, aumentando las exportaciones y disminuyendo las importaciones. En el caso contrario, puede reducir la demanda agregada mediante una subida de los tipos de interés, que apreciarían la moneda, disminuyendo las exportaciones e incrementando las importaciones.

Sin embargo, la viabilidad de los movimientos anteriores (teóricos) se complican por el elevado *pass-trough* del tipo de cambio nominal a la inflación, fenómeno característico de las llamadas economías emergentes, que fue señalado primeramente por los economistas de la CEPAL (Prebisch 1949, Noyola 1957, Pinto 1975, entre otros) a mediados del siglo XX, quienes lo denominaron *inflación estructural*.

Según Mántey (2010): “La inflación estructural, en las economías semiindustrializadas, es la forma en que se resuelven los conflictos en la distribución del ingreso que se originan por la dependencia tecnológica del exterior, las características de la estructura social, las estructuras oligopólicas en el mercado interno, las restricciones financieras que enfrentan las empresas; la inflación estructural, por lo tanto, no es resultado de presiones de demanda, tampoco se origina en el mercado laboral; las políticas monetaria y fiscal contraccionistas pueden incluso agravarla”.

La inflación estructural constituye uno de los principales obstáculos de la política económica en México, pues impide mantener un tipo de cambio real competitivo; es decir, la política monetaria en un régimen cambiario flexible no tiene un grado de autonomía que puede ser utilizado para aplicar políticas monetarias activas (procíclicas), sino más bien rígidas, lo que conduce a crisis recurrentes de la balanza de pagos; además, se han creado confusiones respecto al mecanismo de transmisión de la política monetaria¹¹² y, por lo tanto, se han causado graves daños severos difíciles reparar.¹¹³ “En tanto persistan las condiciones de dependencia tecnológica, heterogeneidad estructural, deficiente asignación del crédito interno, etcétera, la inflación se reprime sobrevaluando el tipo de cambio; y el equilibrio externo se sostiene precariamente conteniendo el crecimiento del ingreso y el empleo” (Mántey 2010).

Las decisiones de política monetaria buscan modificar tanto las expectativas de los agentes económicos, como las tasas de interés y el tipo de cambio; por lo tanto, no podemos aseverar que actúan directamente sobre la inflación, sino que también inciden, principalmente, sobre la demanda agregada, lo que en conjunto determina el comportamiento futuro de la misma inflación, dada la libre movilidad de capitales, y la dependencia a estos, de parte de la economía mexicana que, incluso, ha seguido dañando la credibilidad del Banco de México.¹¹⁴

¹¹² Al decir confusiones respecto al mecanismo de transmisión, no sólo nos referimos a la falta de visión sobre el fenómeno de estudio, sino también a los aspectos políticos que influyen en ciertas decisiones particulares.

¹¹³ Frenkel (2008) analiza hasta qué punto la política monetaria puede contribuir a controlar la demanda agregada y concluye que la principal responsabilidad en ese terreno no corresponde a la política monetaria, de modo que el control de la demanda agregada debería realizarse principalmente a través de la política fiscal.

¹¹⁴ Dado que la transparencia y la comunicación de los bancos centrales juegan un papel importante para la formación de expectativas, Woodford (2008) asegura que “la experiencia con la política de transparencia ha demostrado que el principal problema que enfrentan los bancos centrales es que si los cálculos proyectados no se

Relacionado a lo anterior, podemos decir que la creciente participación de los flujos de capital externos en la economía mexicana, desde su adaptación a la desregulación y globalización mundiales, induce a desequilibrios sobre el principal objetivo del Banco de México: la inflación y la preservación del valor de la moneda. Ello en virtud de que la inflación no sólo es afectada por factores de demanda sino principalmente por la desregulación en el sector financiero.

Así, Toporowski (2008) define la inflación financiera “como el proceso en el que... los precios suben cuando la demanda por valores financieros excede la cantidad de dinero que compradores y vendedores de esos valores financieros están preparados a retirar del mercado. Adicionalmente, el aumento de los precios de los títulos aumenta la demanda de títulos, en vez de caer, porque van acompañados por una demanda especulativa de activos que genera ganancias del capital.”

La política monetaria se considera entonces como uno de los varios instrumentos de la estrategia de política económica que determina el nivel de la tasa de interés y de la cantidad de dinero en una economía, y estas variables inciden a su vez en el comportamiento de la demanda agregada. Por lo tanto, es trascendente entender y tomar en cuenta que ninguna economía puede tener éxito con elevados niveles de inflación (ya no digamos de hiperinflación), pero también el éxito no se encuentra en bajar la inflación en niveles cada vez más bajos. Incluso hay algunos economistas que piensan que los resultados de forzar la inflación demasiado hacia abajo son negativos (*v. gr.*, Bruno y Easterly 1998, Stiglitz 2002), y que “uno de los rasgos más sobresalientes del crecimiento económico es que las diferencias entre las tasas de crecimiento de los países está explicada por el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), mas no por la acumulación de capital (*v. gr.*, Easterly y Levine 2002). Es decir, denominamos productividad total de los factores al grado de eficiencia con el que se combinan, la tecnología, el capital y el trabajo en la economía. En el caso de México, esta productividad total no sólo se ha estancado por años, ha ido descendiendo durante la última década. Por ello, no sólo debe preocupar la inflación, ya que no tomar en cuenta la inflación por el lado financiero y la presencia de imperfecciones en el mismo sector, causadas por información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, puede acabar por magnificar cualquier choque de política monetaria causando fuertes distorsiones a los fundamentos económicos.

Asimismo, es fundamental tomar en cuenta que existen diversos canales (comercial, financiero, ambiental, entre otros) mediante los cuales repunta la inflación, así que la mala canalización de los instrumentos de la política monetaria, y un mecanismo de transmisión inadecuado, llevados a cabo en el periodo de estudio, han tenido altos costos, no sólo

cumplen, la discrepancia entre lo actual y lo pronosticado dañarían la credibilidad del banco. Asimismo, mientras que el asesoramiento que ofrece el banco central busca corregir expectativas erróneas y, por lo tanto, reducir la mala asignación de recursos, una comunicación confusa o desatinada puede incluso inducir malas asignaciones y causar severas asimetrías”.

económicos sino sociales. Sobre todo, bajo un contexto de *financierización* de las economías, lo que lleva a que no haya coincidencia entre los medios, para crear expectativas, con base a los resultados obtenidos (Frydman y Phelps 1983)¹¹⁵. Por ello es fundamental priorizar condiciones internas sólidas (generación de ingreso y ahorro nacional) al interior de la economía, ya que esto permite que la economía en su conjunto sea solvente y pueda aspirar a financiar su propio proyecto de desarrollo.¹¹⁶ Ya que con los límites de liquidez al sector productivo, no se ha permitido el funcionamiento adecuado del sistema financiero hacia la economía mexicana debido a los siguientes factores: 1) los costos de transacción son elevados comparados con los del exterior;¹¹⁷ 2) los niveles de riesgo son latentes debido a las burbujas especulativas que se crean por la saturación en el sector financiero, incentivadas por las reservas internacionales abultadas, déficit fiscal mínimo, inflación baja y una política monetaria restrictiva; y 3) los niveles y la dinámica de liquidez son insuficientes debido a la política restrictiva llevada a cabo por el banco central.

Por ello es necesario establecer las bases para dejar la dependencia a los flujos externos de capital –ahorro externo– y los grandes riesgos que esto conlleva, “ya que el modelo neoliberal vive de la especulación en el sector financiero de las economías”¹¹⁸, lo cual no sólo ha causado grandes pérdidas en el sector financiero que no son fáciles de revertir sino que en conjunto con los bajos niveles de ingreso de los individuos y de acumulación de las empresas,¹¹⁹ complican

¹¹⁵ Además, Frydman y Goldberg (2007 y 2010) señalan que “desde hace tiempo, los economistas han hecho esfuerzos para incorporar el papel de las expectativas en la teoría de la competencia perfecta, desarrollando la *teoría de las expectativas racionales*. La teoría afirma que los participantes del mercado, que buscan su propio interés, basan sus decisiones en el supuesto de que otros participantes harán lo mismo. Esto suena razonable, sin embargo, no lo es, porque los participantes no actúan sobre la base de sus mejores intereses sino basados en la *percepción* de sus mejores intereses, y ambos conceptos no son idénticos”. Esto ha sido convincentemente demostrado por experimentos de la *Behavioral Economics*, por Kahneman y Tversky (1979). Los participantes en el mercado actúan sobre la base del entendimiento imperfecto, y sus acciones tienen consecuencias. Por lo que no hay correspondencia entre las expectativas y los resultados –entre el *ex ante* y el *ex post*– y, por lo tanto, no es racional que la gente actúe bajo el supuesto de que no hay divergencia entre ambos. Asimismo, economistas como Robert J. Shiller mencionan la estrecha relación entre la economía y la psicología: “En psicología está plenamente documentado el proceso de la *disonancia cognitiva*: aferrarnos a una creencia compartida por otros, aunque la realidad y el sentido común nos indiquen otra cosa”.

¹¹⁶ La solvencia de los prestatarios está determinada por la capacidad de las empresas en generar suficientes rendimientos para cancelar las deudas y por la política de la banca central en la determinación de la tasa de interés que puede modificar la capacidad de pago de los prestatarios (Rochón 2006).

¹¹⁷ ¡La extranjerización del sistema financiero no ha aumentado el volumen de financiamiento disponible ni disminuido los costos de dicho financiamiento para el sector privado! (Véase: Soto 2010). Los signos de admiración son míos.

¹¹⁸ Véase: Ortiz Wadgymar, Arturo y Gerardo Minto Rivera (2010), “Transformación de la economía mundial frente a la crisis económica contemporánea” en *Momento económico*, 14 de octubre del 2010.

¹¹⁹ Véase: González Chávez, Gerardo (2010), “Salarios y mercado de trabajo en México” en *Momento económico*, 20 de mayo del 2010. Aquí menciona que a partir de la crisis de 1976 se aplican políticas liberales de alejamiento del Estado en la economía y, como elemento clave, en 1977 se aplica *el control salarial*, porque en aquel momento se decía que el salario venía creciendo más que la productividad y, por ello, habría que ponerle un tope. Por esta razón cae el salario 30% los primeros meses de 1977 y a partir de allí se da una caída ininterrumpida porque se sigue con la política de control salarial y liberalización de precios. Dichas *políticas de ajuste* desataron niveles muy altos de inflación, (i. e., en 1987 de 158% y salario de 142%) traducéndose en una disminución del poder adquisitivo que perdura hasta nuestros días.

la superación de los graves problemas hoy existentes; dadas las políticas de libre mercado que han abierto espacios de maniobra a las fuerzas externas que actualmente condicionan la vida económica del país.

Así, bajo un entorno “empírico” de libre movimiento de flujos internacionales de capital –que no son elásticos a las tasas de interés–, predominio de mercados imperfectos, y no flexibilidad del tipo de cambio –principales elementos de la política monetaria de metas de inflación– se maximizan los impactos de la política monetaria en variables económicas fundamentales (como el ingreso,¹²⁰ el ahorro y la inversión); es decir, la elevada tasa de desempleo, el aumento en los impuestos, la disminución de los salarios reales y las dificultades para adquirir crédito frenan la demanda interna en México generando asimetrías que han dañado gravemente a la economía mexicana, promoviendo los flujos externos de capital que condicionan la vida económica del país al exigir: 1) rentabilidad adecuada, lo que implica altas tasas de interés; 2) un tipo de cambio estable (*semifijo ficticio*); y 3) el control de la inflación por encima de cualquier otro objetivo, mediante el mantenimiento de una política monetaria restrictiva y –valga la reiteración– un tipo de cambio *semifijo ficticio*, debido a las subastas de la Comisión de Cambios, respaldadas por la acumulación de reservas internacionales.

Todo esto ha impactado negativamente en la industria mexicana. Durante los primeros cinco meses de 2001, la apreciación real del peso mexicano se incrementó considerablemente, “al grado de que el peso mexicano fue la divisa más fuerte del mundo: experimentó una revaluación nominal de 6.2% frente al dólar estadounidense, mientras que el yen japonés se devaluó 5.4%, el euro se depreció 23.8% y el dólar canadiense se depreció 0.9 por ciento” (Calva 2001).¹²¹ Surge entonces un arreciamiento de las inconformidades de los industriales.

Así, como un caso insólito, la gran empresa industrial mexicana ha cuestionado el “comportamiento «perruno» en defensa de la fortaleza del tipo de cambio” (declaración de Eugenio Clariond, presidente de Industrias Monterrey en el XIII Foro del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas). “No tenemos –dijo– una flotación libre, sino *sucia*, porque el Banco de México está utilizando el «corto». Y en referencia a la afirmación hecha un día antes por el subgobernador del Banco de México, Everardo Elizondo (en el mismo Foro del IMEF, realizado en Monterrey) en el sentido de que “la competitividad de una economía es un asunto de factores reales, no de ajustes monetarios”, Eugenio Clariond atajó: “Si el señor subgobernador del Banco de México dice que la paridad no es factor de competitividad, pues

http://www.radiounam.unam.mx/site/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=31&Itemid=27&limitstart=80

¹²⁰ Mientras no tengamos una política redistributiva, a partir de la modificación de los salarios reales, no podremos generar un mercado interno sólido, aseguró César Salazar, del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc UNAM). La estrategia macroeconómica –precisó– establece que no pueden subir los salarios porque la inflación se incrementa y el Banco de México sólo está dispuesto a permitir, en este indicador, un máximo de cuatro por ciento.

¹²¹ Caballero J. L. y M. Ramírez y R. Galán, “El tipo de cambio flota” en *Reforma*, 4 de junio del 2001.

necesita regresarse a la primaria”. Y agregó: “México es el único país que ha hecho todo lo necesario para arruinar su competitividad porque está revaluando su moneda”.¹²²

La razón estaba de parte de los industriales. Poco después, durante el Foro de Unión Social de Empresarios de México (USEM), realizado después de la reunión del Consejo Mexicano de Hombres de Negocios (CMHN), Lorenzo Servitje señaló: “el sector exportador y la planta orientada al mercado nacional sufren la competencia desleal de las importaciones favorecidas con un tipo de cambio sobrevaluado”. Más adelante agregó: “Se ha llevado demasiado lejos la política restrictiva en detrimento de la planta productiva del país”, y que el gobernador del banco central “tiene ideas muy fijas y no hay quien lo haga bajar de su caballo”.¹²³

Por otro lado, el ex secretario de Hacienda, Francisco Gil Díaz (quien tenía en sus manos la política cambiaria por mandato de ley, al presidir con voto de calidad la Comisión de Cambios, integrada paritariamente por representantes de la SHCP y del Banco de México), señaló con firmeza (frente a un grupo de inversionistas y ejecutivos de empresas): “el gobierno no cederá a presiones de grupos para mover el tipo de cambio”. De esta manera, esta visión trae consigo una actitud pasiva frente al estancamiento de la economía mexicana, ya en una situación delicada desde inicios del año 2000, es decir, que nada debía hacerse internamente para superarla, puesto que desaparecería tan pronto retornara la prosperidad a los Estados Unidos.¹²⁴ La mejor política era no hacer nada.

Esta misma postura se ha visto durante el periodo que comprende este trabajo de investigación. Lo que aquí quiero poner de relieve es que expertos de distintos sectores productivos y de la academia están de acuerdo en que existe un deterioro del mercado interno, volviéndolo frágil y altamente dependiente de la economía de los Estados Unidos, ya que la falta de liquidez ha generado graves complicaciones en las *entrañas* de la economía real mexicana (sobre todo, en las MYPIMES), cuando es fundamental entender que cualquier economía debe basar su crecimiento y desarrollo en el sector industrial, el cual debe ser considerado como la base de la generación de empleos, riqueza y crecimiento. Esto permitiría incrementar nuestro nivel nacional de pago para el financiamiento de la inversión que, según los expertos, puede llevar a un crecimiento del PIB del 5%, pero para lograr esa meta se necesita aproximadamente 25% del PIB, conjuntamente, tanto de los sectores público privado

¹²² Flores, Leonor, “El *superpeso* es inducido por Banxico: Clariond”, *El Financiero*, 6 de junio del 2001.

¹²³ Ojeda, A., R. Román y G. Hernández, “Pide Servitje desaparecer política restrictiva” en *El Universal*, 15 de junio del 2001; y Villarreal, Enrique, “Eliminar cortos, recomienda Servitje” en *El Financiero*, 15 de junio del 2001.

¹²⁴ “No habrá un plan económico de contingencia”, señaló el secretario de Hacienda, Francisco Gil Díaz, ante la Cámara de Diputados. “Intentar crecer a contracorriente —dijo— pondría en riesgo el equilibrio de las cuentas con el exterior, trastocaría el balance interno entre la oferta y la demanda agregadas y propiciaría una crisis económica severa” (véase: Gazcón, Felipe, “Descarta el gobierno plan de contingencia” en *El Financiero*, 14 de septiembre del 2001). Unos días después, durante la comparecencia del Secretario de Hacienda en el senado, el senador Jorge Emilio González cuestionó: “¿No le da pena plantear que no nos queda otra más que esperar? ¿No le da pena cobrar por esperar?” (véase: Guarneros, F. y G. Hernández, “Inconsistente política económica, reprochan senadores a Gil Díaz” en *El Universal*, 19 de septiembre del 2001).

(véase: *Ejecutivos de Finanzas*, revista del IMEF, número 83, noviembre del 2009. Entre otros, Eduardo Loría, Director del Centro de Modelística y Pronósticos Económicos de la Facultad de Economía de la UNAM; Miguel Marón Manssur, ex-presidente de la CANACINTRA y hoy Subsecretario Pyme en la Secretaría de Economía; Ricardo González Sada, Presidente de la COPARMEX; Fausto Hernández, Jefe de la División de Economía del CIDE; Miguel Ángel Corro M., Director del Departamento de Administración y Finanzas y Director del Centro de Estudios Interdisciplinarios y Prospectiva del TEC de Monterrey, Campus Santa Fe; José Antonio Solbes, Vicepresidente de Finanzas de MAXCOM; Marcos Luna, Director de Finanzas de GMAC; Armando Paredes Arroyo, Presidente del Consejo Coordinador Empresarial (CCE).

Las posturas de los representantes de los distintos sectores, tanto del sector productivo, financiero y bancario como de las aseguradoras e, incluso, de la academia, son coincidentes. Aquí presento algunos de ellos.

“Somos vulnerables a cambios adversos en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos y en el entorno financiero global” (Mario Correa Martínez, economista en jefe de Scotiabank).

Al igual que otras industrias “[han] tenido que cambiar de estrategia realizando ajustes que implican subutilización de la capacidad productiva, lo que se traduce en pérdidas”; “mientras en Brasil sobrepasa los 3 millones de unidades al año” en México ha bajado de “1 millón 200 mil unidades a 860 mil unidades vendidas” (Carlos Servín, Director de Finanzas de Nissan México).

“El 50% de la economía nacional se mueve en más de 600 mil empresas pertenecientes a la Confederación de Cámaras Nacionales, Servicios y Turismo”. Asimismo, “lo más importante es generar empleo en México, para bajar la presión social”. En adición a ello, “para combatir verdaderamente al crimen organizado se tendrían que generar más empleos en el país”. Se ha puesto énfasis también en que “los asuntos prioritarios [son] la generación de empleos y la inseguridad, y donde la inestabilidad económica europea puede generar una doble caída en el mundo” (Jorge Enrique Dávila Flores, Presidente de CONCANACO SERVYTUR).

Según la OCDE “somos el último lugar en penetración de banda ancha de Internet”, por lo que podemos inferir que esto está en función de la estructura y el precio de mercado, además del nivel de ingreso disponible de los agentes económicos (Gustavo Cantú, Vicepresidente Corporativo de Nextel).

“Una de las amenazas más importantes que podrían comprometer el crecimiento económico mexicano son las desaceleraciones de la economía estadounidense, así como la dependencia de nuestra economía sobre los ingresos petroleros... tenemos que buscar alternativas” (Enrique Marín, Director de Retiros en América del Norte de MERCER).

Se ha enfatizado también a la importancia de generar ingresos en los agentes económicos dadas las condiciones del *bono demográfico* actual, ya que “como aseguradoras, una de las preocupaciones, que es además un reto, es la tendencia del envejecimiento de la

población y el creciente número de padecimientos crónico-degenerativos... por ello, es importante impulsar el ahorro de largo plazo y el ahorro voluntario” para enfrentar el bajo nivel de aseguramiento que existe en México (1.8% de primas respecto al PIB) (Sofía Belmar, Directora Ejecutiva de Mercadotecnia de METLIFE).

En suma, los participantes en el mercado real de la economía mexicana están de acuerdo en que nuestro mercado interno, como en el caso de China, India y Brasil, debe ser objeto creciente del interés de la política económica mexicana.

Las opiniones del sector empresarial coinciden también en los siguientes puntos clave (véase: *Ejecutivos de Finanzas*, número 107, noviembre del 2011).

“Siempre existe la posibilidad de un cambio de ideología política”, y se considera prioritario lograr una “mayor competencia en el mercado interno” y “erradicar la corrupción, reducir la violencia e invertir en investigación y desarrollo”. También hace referencia a que “la apertura comercial unilateral sin reciprocidad es el mayor peligro que enfrenta nuestro sector, pues se reducen las posibilidades de sobrevivir, ante el potencial embate y la toma de mercado de empresas transnacionales” (Carlos M. Pérez Munguía, Presidente del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Comercio Exterior).

Por el lado de la academia: “Debido al peso determinante que tiene el crecimiento de la economía de los Estados Unidos en la economía mexicana, lo que podemos esperar, en el mejor de los casos, es otro año más de crecimiento mediocre”; además, agrega: “se debería implementar una política anticíclica para promover el crecimiento del mercado interno, con gasto [incluso déficit] responsable”. Asimismo, sobre la condición de estabilidad macroeconómica, menciona que por desgracia ha sido el único objetivo de la política económica y, “como alguna vez dijo Ángel Gurría, el éxito ha consistido en el *estancamiento estabilizador*, lo cual, de acuerdo con el informe del CONEVA, significa el incremento del número absoluto de pobres por ingreso. Esto es una debilidad, igual concentración del ingreso y una economía monopólica en sectores clave que hacen imposible el crecimiento del mercado interno” (Ignacio Marván Laborde, Director de la División de Estudios Políticos del CIDE).

En el sector financiero: “México debería aprender a vivir de manera menos dependiente de Estados Unidos, privilegiando el consumo interno, diversificando los destinos de sus exportaciones y mejorando la competitividad internacional” (Carlos Alberto González, Director de Análisis y Estrategia de Grupo Financiero MONEX).

“Se debe impulsar el mercado interno basado en inversiones en infraestructura y creación de empleo”, ya que “de nada sirve estabilidad sin crecimiento, es penoso que, como país, sigamos perdiendo competitividad, desarrollo, generación de empleos, etcétera”. Lo anterior se debe a que “no nos hemos puesto de acuerdo con un modelo de país” (Rodrigo Gamero Director de Finanzas MILANO-MELODY).

Dado el entorno de inestabilidad cambiaria y turbulencia financiera, provocadas tanto por la crisis de deuda soberana en Europa, como por lo grave problema fiscal de

Estados Unidos, “en la globalización actual, ningún país está aislado o blindado de lo que ocurra en cualquier parte del mundo”, por lo que “seguiremos viendo volatilidad y especulación no sólo en los mercados cambiarios sino también en los *commodities*. Todo afectará a nuestro país” (Eduardo Loría).

“El crecimiento sostenido y de largo plazo debe ser impulsado por medidas que garanticen competitividad, y mayor acceso a crédito a pequeñas y medianas empresas, lo cual genera empleos” (María Cristina Cevasco, Directora de Finanzas de XEROX).

Algunas de las debilidades de la economía mexicana son “la inseguridad, extorsión, mercado interno débil y la reducida recaudación fiscal (9% del PIB)”, por lo que considera necesario atender estos puntos porque enfrentamos un escenario de baja actividad económica internacional (Ernesto O’Farril Santoscoy, Director de Estrategia de ACTINVER).

De esta manera, la globalización ha puesto en evidencia sus límites dadas sus implicaciones, buscando solamente el objetivo de bajar y controlar la inflación, lo cual ha creado inconformidades y severos daños al sector productivo mexicano y el empleo, cuando las políticas monetaria y cambiaria deberían ser la primera línea de defensa frente al debilitamiento de la actividad económica, mediante políticas que incentiven la inversión productiva, incluso, poder aspirar a promover la solidez fiscal mediante la generación de fuentes de ingreso. Sin embargo, al ser la economía mexicana, dependiente de la economía de Estados Unidos y de los flujos externos de capital, se vuelve trascendente su contracción y, además, al tener una política monetaria y cambiaria procíclica, no podemos ser flexibles ante vaivenes de la economía global y, por lo tanto, no podemos enfrentar el desafío más importante: la recuperación de empleos mediante el fortalecimiento del mercado interno.

Así, analizando el impacto (preguntándonos ¿Qué hemos hecho y que país tenemos hoy? ¿Qué resultado han tenido las políticas monetaria y cambiaria en el crecimiento económico de la economía mexicana? Podemos inferir que la economía mexicana es altamente frágil, dependiente y lenta (Véase gráfica 17). Cuando México ha intentado salir de las crisis económicas sucesivas (durante el periodo que aquí se analiza, 1994–2010) sus recuperación se ha caracterizado por ser endeble. Por esta razón, las tasas de crecimiento en el periodo de estudio son muy engañosas. Por ello, la razón fundamental de contar con tasas positivas en el periodo de estudio, es por la base de comparación y no por un buen funcionamiento de la economía *per se*.

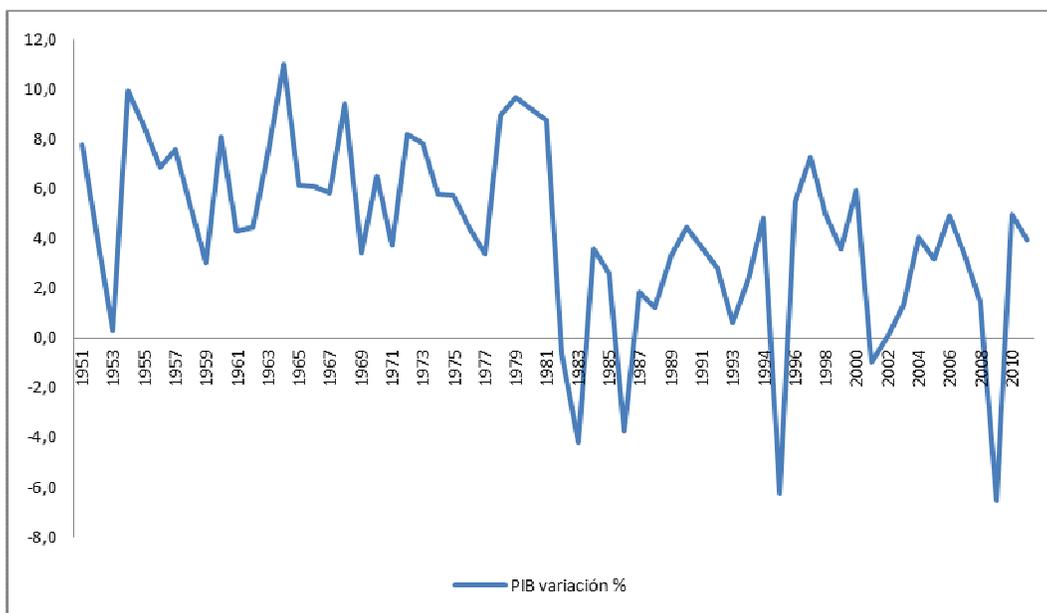
El mismo gobernador del Banco de México, Agustín Carstens, reconoce que México necesita generar internamente su crecimiento económico, al argumentar que “necesitamos armas internamente”, ya que se tiene un “entorno externo desfavorable, mencionando que la crisis actual es una de las más severas de los últimos 120 años”.¹²⁵ Sin embargo, ha dicho [insistiendo] que “eso no se hará desarmando los pilares de la *estabilidad* que en esta época de

¹²⁵ http://www.excelsior.com.mx/index.php?m=nota&seccion=peso&cat=395&id_nota=799490

turbulencia nos han servido, sino detonando cambios estructurales que nos permitan atraer más inversión”. El problema es que estas reformas están siendo promovidas, de nuevo, por instituciones internacionales como el FMI y el BM, las que actualmente están siendo severamente cuestionadas y criticadas.

En síntesis, la figuración ortodoxa –del FMI y el BM– enfatiza que el papel del tipo de cambio, en el marco de políticas de metas de inflación, es el de proyectar metas de estabilización de largo plazo.¹²⁶ Sin embargo, no es evidente que ese papel se tenga que jugar por medio de una política de *sobrevaluación cambiaria*. El uso del ancla cambiaria, como medida para estabilizar los precios internos, ha sido criticado mundialmente y en todos los ámbitos; no obstante, “los bancos centrales de los países en desarrollo, el de México en particular, continúan recurriendo a esta estrategia de manera poco transparente para poder cumplir con sus metas de inflación. Esto normalmente se consigue a expensas de un menor crecimiento y crisis cambiarias periódicas” (Bofinger y Wollmershaeuser 2001, Calvo y Reinhart 2002, Canales-Kriljenko 2003, Reinhart y Rogoff 2004, citados por García y Olivé 2000 y, recientemente, Reinhart y Rogoff 2011). Lo anterior ha sido demostrado históricamente ya que como el uso alternativo del tipo de cambio nominal como ancla de la inflación no tuvo éxito en el largo plazo, como lo prueban las crisis financieras de Europa en 1992, México en 1994, el Sureste Asiático en 1997, Rusia 1998, Brasil en 1999 y Argentina en 2001, entre otros países.

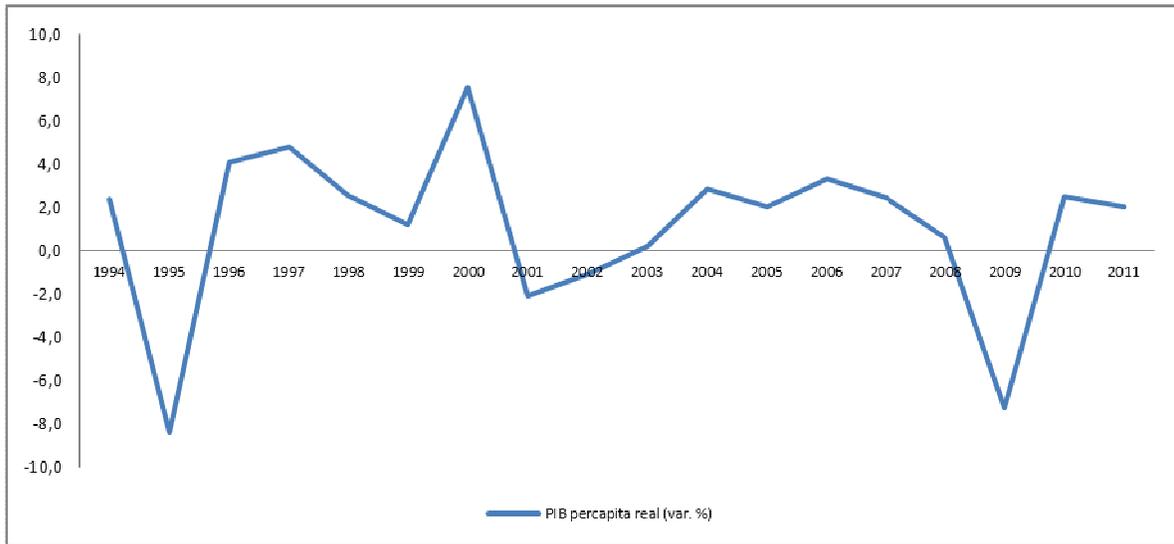
Gráfica 17. Desempeño histórico de la variación porcentual anual del PIB en México, 1951-2011



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

¹²⁶ Véase Ball (2001) sobre el papel del tipo de cambio en el marco de un modelo de metas de inflación en economía abierta.

Gráfica 18. Evolución PIB per cápita real



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

A modo de concluir este capítulo, se observan resultados importantes. La instrumentación de la política monetaria y el tipo de cambio en el periodo 1994-2011 han impactado la demanda agregada¹²⁷ y variables que son importantes para medir el crecimiento económico: PIB y PIB per cápita reales.

Para la primera, la variación de la economía en la producción agregada (aislándola de las variaciones de precios y referida al año que se tomó como base: 1993) manifiesta cierta inestabilidad, principalmente iniciada desde 1982-1983 a 2009 en las que podemos observar crisis (picos negativos) profundas y recurrentes antecedidas por recuperaciones endebles por la falta de condiciones favorables del mercado interno mediante la productividad real y la competitividad en algunos sectores de la economía mexicana.

Para la segunda, que significa tomar en cuenta el PIB real dividido entre el número de habitantes; o en otras palabras, la tendencia real de la producción por persona, que si bien es cierto no mide el bienestar de la población dado que no mide la distribución del ingreso, nos ayuda a observar la falta de dinámica en el sector productivo en relación al incremento de la población en edad de trabajar, de entre 16¹²⁸ y 29 años según INEGI. Como consecuencia, esto ha logrado controlar el nivel de precios.

De esta manera, podemos establecer que en el último trimestre de 2006 y el respectivo de 2011, “el 65.8 por ciento de nuevos empleos que se crearon fue en la economía informal. En tanto el

¹²⁷ $DA = C + I + G + X - M$

¹²⁸ Según la edad mínima establecida por la Ley Federal del Trabajo en México.

desempleo creció 33.3 por ciento en ese lapso, con una cifra que alcanzó los 2.7 millones de personas, que sumadas a las que estaban en esa condición, totalizó casi nueve millones de habitantes (Elaborado por el Centro de Análisis Multidisciplinario de la Facultad de Economía de la UNAM).¹²⁹ Estas cifras tienen trascendencia porque el desempleo ha impactado, sobre todo a los jóvenes que representan el 25 y 50 por ciento de la población en algunos países como México,¹³⁰ lo cual, desde nuestro punto de vista, representa una gran tragedia. Además, esto puede agravarse si no se atienden los problemas internos de la economía mexicana ya que la economía mundial se encuentra en una situación de desaceleración manifestada desde hace dos años, especialmente desde la crisis hipotecaria *suprime* en Estados Unidos.¹³¹ Asimismo, poniendo de manifiesto que las instituciones monetarias internacionales, como el FMI, BM y OMC, encargadas de la estabilización, el fomento al crecimiento y desarrollo de los países, se encuentran en el ojo del huracán de la crítica mundial.

¹²⁹ Véase en: *Desempleo y empleo informal en México 2006-2011*, publicado en Dirección General de comunicación Social (DGCS), boletín 243 del 19 de abril de 2012. Elaborado por el Centro de Análisis Multidisciplinario (CAM) de la Facultad de Economía (FE) de la UNAM. Análisis elaborado conjuntamente por Luis Lozano Arredondo, Fructuoso Matías García y Antonio Vázquez, entre otros. Se hace una distinción metodológica para medir tanto el desempleo como la informalidad, entre las cifras del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) y los criterios de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

¹³⁰ José Ángel Gurría en *World Economic Forum* 2012.

¹³¹ Por ejemplo China hace dos años crecía a tasas del 11 por ciento, mientras que hoy, año 2012, crece a 8.1 por ciento, según José Ángel Gurría en el *World Economic Forum* 2012.

CONCLUSIONES

LAS CONCLUSIONES DE LA PRESENTE investigación son las siguientes. Primero, dejar sentado que el desarrollo de las actuales condiciones financieras ha generado profundas transformaciones en el concepto y uso del dinero, afectando el papel de los bancos centrales y, por lo tanto, el papel de la política monetaria, así como su impacto en la economía, mediante el mecanismo de transmisión.

En segundo lugar, con la desregulación del sistema bancario y la liberalización financiera, se conformó un mercado financiero internacional con gran movilidad de flujos de capital, que aumentó la liquidez de las economías, conduciendo a la *endogeneidad* del dinero –lo que obliga a buscar otras explicaciones al nivel de precios. De esta forma se afectó severamente a la economía mexicana, debido a la alta inestabilidad por la falta de control de los flujos de capital internacional, mediante los instrumentos tradicionales de la política monetaria del banco central. Así, la marcada dependencia a la liquidez internacional –es decir, la dependencia al ahorro externo– y a la relación existente de devaluación-inflación –el *pass-trough* del tipo de cambio– debido al padecimiento de inflación estructural (característica de las llamadas economías emergentes), se han provocado severos daños al interior de la economía mexicana – en variables de la demanda agregada– por la atención excesiva de combatir solamente a la inflación. Este es un primer impacto fundamental de las políticas monetaria y cambiaria en el crecimiento económico de México durante el periodo estudiado, lo cual valida la hipótesis planteada en el protocolo de investigación.

La política monetaria en México tiene como principal objetivo el control de la tasa de inflación. De este modo, el Banco de México utiliza la tasa de interés y al tipo de cambio como instrumentos para cumplir con su meta inflacionaria. Así, el Banco de México aplica una política más restrictiva para controlar el proceso inflacionario. Esto es, el instituto central aumenta la tasa de interés en el caso de una devaluación del tipo de cambio, con objeto de evitar brotes inflacionarios. Sin embargo, una apreciación del tipo de cambio que reduce las presiones de precios no se ha traducido en una disminución consecuente de la tasa de interés.

En este sentido, se evidencia al Banco de México de mantener una política asimétrica ante movimientos del tipo de cambio, que se traduce en una apreciación paulatina del tipo de cambio real. En otras palabras, la política de metas de inflación en México ha ido acompañada de una política monetaria de respuestas asimétricas a los movimientos cambiarios, que se ha traducido paulatinamente en una sobrevaluación del tipo de cambio real.

De esta forma, la sobrevaluación del peso ha sido empleada como un instrumento de la política antiinflacionaria, antes y después de la crisis cambiaria de 1994, hasta hoy.¹³² Es decir, la política monetaria se sigue comportando de la misma manera, tanto cuando predominó el llamado tipo de cambio nominal fijo (de 1987 a 1994), como cuando pasó a ser un tipo de cambio flexible, a partir de 1995, con el incremento de los activos internacionales en máximos históricos, las que ayudan a mantener un determinado valor de la paridad cambiaria respecto al exterior. La represión de la inflación, mediante la sobrevaluación de la moneda, no solo genera fragilidad en los sectores externo e interno de la economía, sino también en el sistema bancario –casi en su totalidad extranjero– que se ve estimulado a fondearse en el exterior, y a elevar su exposición en moneda extranjera, tomando riesgos imprudentes y excesivos de manera recurrente.

La constante principal ha sido estabilizar el tipo de cambio. Sin embargo, la libre movilidad de capitales tiene reducido impacto en la inversión porque una alta proporción de los créditos se destinan a la demanda de bienes de consumo con alto contenido importado –debido a que tenemos una economía monopolizada en algunos sectores productivos–, lo que ha provocado el deterioro al interior de la economía mexicana, ya que con el modelo económico actual, concentrado en la “estabilidad”, se aprovecha mínimamente el potencial que tiene nuestro país en su inserción internacional. Por ello, la propuesta que aquí se plantea consiste en la necesidad de enriquecer las cadenas productivas, lo que no implica aislarse de la economía internacional, sino redefinir una estrategia de industrialización que debe contener muchos otros elementos. Entre ellos se destaca la necesidad de elevar la tasa de inversión, tanto del sector público como del sector privado, de entre un 20 a 25% respecto del PIB, en la industria y en la infraestructura física, ya que la dinámica sólida del crecimiento económico se determina por la capacidad de desarrollar ramas productivas con mayor contenido nacional y tecnológico.

Por otro lado, México ha insistido en ser obediente a las políticas de las instituciones supranacionales como el FMI, BM y OMC, las cuales, cuando la situación va bien no tienen mucha autoridad, pero solamente cuando las cosas van mal –o ya están mal– es cuando han

¹³² Los resultados empíricos deben asumirse como criterio de la verdad. Por ello, es relevante mencionar que cuando se dan los *booms* (de crédito, inmobiliarios, bursátiles) éstos son muy difíciles de pararlos; pero además, lo que ocurre es que a medida que pasa el tiempo las generaciones que vivieron las crisis no las comentan y las nuevas no las conocen, por ello se empiezan a olvidar las crisis, y esa memoria colectiva e individual se desvanece, llevándonos a los mismos errores y contradicciones.

cochado importancia y, aun así, la solución que tienen a los problemas han sido las mismas “recetas” de siempre. Por esta razón se manifiesta la *crisis de confianza* actual, en las que se cuestionan las medidas de política económica de estas mismas instituciones en las que ni los mismos mercados muestran confianza y, si esto está siendo cuestionado, obviamente también lo está el papel de la política monetaria impuesta por estas mismas instituciones, hoy criticadas.

Es importante reconocer la importancia que tiene el mantener bajos niveles de inflación, pero no debemos hacer de la estabilización de precios el fin último y supremo de la política económica porque, como hemos visto, el control de la inflación, por sí mismo, no ha garantizado alcanzar el crecimiento económico y el sano desenvolvimiento de la economía mexicana para generar mejoría en el mercado interno y en el bienestar de los mexicanos, que es el verdadero objetivo de toda política económica.

Para evitar la recurrencia de crisis cambiarias y financieras, como consecuencia de la aplicación de políticas monetarias antiinflacionarias basadas en el anclaje del tipo de cambio nominal, sería importante la asignación de un objetivo triple al Banco de México, en el que tengan igual ponderación la estabilidad de precios internos, la competitividad de las exportaciones y la solvencia del sistema bancario.

Estas responsabilidades se podrían concretar en el establecimiento de un objetivo prioritario expresado en términos del tipo de cambio real. Ya que la sobrevaluación de la moneda, al disminuir la competitividad de las exportaciones y al estimular mayores importaciones, particularmente de bienes de capital, no sólo ha conducido al país al rápido deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos sino también a acrecentar su vulnerabilidad a sufrir crisis cambiarias si las entradas de capital se convierten en salidas, lo anterior porque también el financiamiento –o compensación– de la cuenta corriente con la cuenta de capital también es signo de debilidad de la economía mexicana. Es importante que en una economía abierta la política monetaria deba ser consistente con los objetivos de las políticas cambiaria y comercial, y juntas deben orientarse a procurar un crecimiento estable del ingreso privado y el empleo. La competitividad de las exportaciones y la solvencia de los intermediarios financieros son requisitos indispensables para este fin. Por lo tanto, es indispensable fijar los objetivos de la política económica en términos de variables reales.

En otro orden de ideas, hemos dejado abandonado nuestro proceso industrial –desde la época del *milagro mexicano*¹³³– destruyendo y debilitando nuestros propios eslabonamientos productivos, por lo que el mercado interno no ha podido consolidarse y, por lo tanto, nuestra

¹³³ El PIB real creció a una tasa media anual (TMA) de 6.8%, con una inflación de apenas 2.5% durante este periodo.

economía carece de un motor de crecimiento propio¹³⁴ –tenemos que esperar que haya un efecto de arrastre– llevándonos a un punto en el que los académicos, industriales y la población coinciden en aceptar su actual deterioro y la urgencia de actuar. En otras palabras, no hemos sido capaces de articular nuestro primer eslabón de defensa y, por lo mismo, no hemos sido capaces de ocuparnos de nuestros propios problemas: reactivar y consolidar el crecimiento económico en el mediano y largo plazo de manera competitiva, con equilibrio interno y externo, generando empleos de calidad con un nivel de precios aceptable. Es decir, deberíamos dedicarnos a fortalecer todos los componentes de la demanda agregada interna (consumo privado, inversión y gasto productivo del gobierno) y externa (exportaciones). Lo que a su vez nos permitiría combatir –de forma más soberana– las principales dificultades de la economía mexicana: la inflación estructural y la dependencia al exterior; con la importancia fundamental de adecuarse a las necesidades y prioridades del país.¹³⁵ Por el contrario, México ha insistido en seguir políticas estandarizadas y altamente rígidas, impuestas desde afuera –por el FMI, BM y el BID– que no han coincidido con los requerimientos de la economía mexicana llevándonos a crisis recurrentes y estancamiento económico.

Por lo tanto, la desregulación y liberalización de los mercados financieros y comerciales, contrariamente a lo que predijeron los adalides de estas reformas, aumentaron la inestabilidad financiera y truncaron las aspiraciones del crecimiento económico de México. Ello es resultado de un problema estructural de la economía mexicana que no hemos enfrentado desde la cepa.

¹³⁴ La única manera que tiene México para sortear la adversa coyuntura económica mundial es elevar el ingreso de los mexicanos para ensanchar la clase media y con ello fortalecer el mercado interno, aseguró el Premio Nobel de Economía 2001, Joseph Stiglitz. El economista recordó que Estados Unidos, receptor de 80% de las exportaciones mexicanas, ingresará a un largo proceso de desaceleración. Ello implicará ritmos de crecimiento de 1.0 a 2.0% anual, que se traducirán en menor demanda de productos mexicanos, razón por la que resulta necesario impulsar el consumo doméstico.

¹³⁵ Antonio Ortiz Mena en su libro: *El Desarrollo Estabilizador: reflexiones sobre una época*, precisa que la política del desarrollo estabilizador no constituía un paquete estandarizado de medidas, sino una práctica flexible según el cual el gasto público, y en especial el de inversión, primeramente, se ajustaba a la disponibilidad de recursos financieros, y después se asignaba de acuerdo a las prioridades nacionales. El modelo permitía hacer ajustes en las políticas económicas, pero requería mantener firmeza en los objetivos fundamentales... creatividad en el diseño de las medidas de política y capacidad de ejecución, lo que implicaba una compleja y delicada labor de negociación para conciliar los intereses de los diferentes grupos sociales. La hipótesis del agotamiento del desarrollo estabilizador se utilizó en los ochenta para justificar el cambio hacia la estrategia de desarrollo neoliberal". Por supuesto, "sin rechazar que el prolongado proteccionismo afectó las exportaciones y redujo la capacidad del país para crecer de manera equilibrada, es necesario considerar otros factores importantes que generaron inestabilidad en la economía mexicana en los años setenta. Primero, las turbulencias internacionales, causadas principalmente por la crisis de dólar y los aumentos en el precio del petróleo, que colapsaron el sistema monetario de tipos de cambio fijos anclados al oro; en segundo lugar la inercia con que se condujeron las políticas fiscal y monetaria en esa década, sin adaptarlos a los cambios en la economía mundial. "Durante los setenta y principios de los ochenta, el gobierno mexicano mantuvo ambiciosos programas de inversión pública, mientras la mayoría de los países aplicaba políticas recesivas para estabilizar sus economías; además, sostuvo el tipo de cambio fijo, con libre movilidad de capital, sin reaccionar ante la creciente magnitud y volatilidad de los flujos internacionales de capital. Por otra parte, las autoridades tuvieron una actitud pasiva ante el creciente poder de la banca privada, que encontró oportunidades más rentables de intermediación financiera desde el exterior, evadiendo el encaje legal" (Mántey y Levy 2008).

Por ello, es necesario implementar nuestro proceso industrial mediante la reactivación de la economía en el corto plazo¹³⁶ (crecer a tasas de entre el 5% y 6%) –la cual no requeriría forzosamente de reformas estructurales impuestas desde afuera¹³⁷– sino, en primera instancia, fortaleciendo los componentes de la demanda agregada interna (consumo privado, inversión y gasto productivo del gobierno) y externa (exportaciones), todo ello es viable debido a la

¹³⁶ Crecimiento a corto plazo: implica crecer a la capacidad total de la planta productiva en su utilización de recursos (Villarreal 2010).

¹³⁷ Por ejemplo, la reforma laboral propuesta por el gobierno de Felipe Calderón Hinojosa, por medio de legisladores del Partido Acción Nacional (PAN), principalmente por Lic. Javier Lozano Alarcón, y José Gerardo de los Cobos, legaliza la venta del trabajo por conducto de las empresas *outsourcing* (*administradoras de nómina y personal*), pone requisitos para hacer imposible el registro de nuevos sindicatos y pretende quitar los derechos consagrados en el artículo 123 constitucional del Título Sexto del Trabajo y de la Previsión Social que dice lo siguiente:

“Toda persona tiene derecho al trabajo digno y socialmente útil... se promoverán la creación de empleos y la organización social del trabajo, conforme a la ley.” Y sigue a la letra: “I. La duración de la jornada máxima será de ocho horas.; II. La jornada máxima de trabajo nocturna será de 7 horas”. Es decir, quitaría la estabilidad en el empleo, eliminaría el pago de tiempo extra y vulneraría la jornada laboral de 8 horas.

Bajo éste contexto, Enrique Larios, Presidente del Colegio de Profesores de Derecho UNAM, señala que “la propuesta tiene como finalidad poner *cama* de oportunidad para atraer inversión privada ofreciendo salarios castigados y pérdida de los derechos de los trabajadores”. Asimismo, “empleados dóciles que puedan ser fácilmente despedidos; que no puedan, por ejemplo, declararse en huelga, que no puedan crear nuevos sindicatos. Es una reforma anacrónica”. En su opinión “es una gran mentira que no se reforma el artículo 123 constitucional, ya que ese precepto sería violentado con toda la iniciativa”. Además dijo, “Parece una burla la declaración de que el pago por hora se determinó para contratar estudiantes. Lo que está bajo esa propuesta es tener empleados muy baratos, sin pago de prestaciones ni seguridad social”. Asimismo, Manuel Fuentes Muñoz, Presidente de la Asociación Nacional de Abogados Democráticos (ANAD), al dar revisión a las 130 páginas de la propuesta laboral del PAN, dijo que el objetivo de esta iniciativa es “terminar con la estabilidad del empleo, y una de las vías para lograrlo es legalizando el contrato por horas, o por obra”. Además mencionó que los tipos de contratos “son violatorios de la Constitución, en su artículo 123, fracción 21, porque inhiben la responsabilidad patronal ante despidos y acabarían con los contratos de planta” mediante “modificar 419 artículos de la Ley Federal del Trabajo que traería más costos que beneficios a los trabajadores”. Entre las afectaciones destacarían: “anularía responsabilidades por generación de antigüedad y reducirían prestaciones, beneficios pensionarios en el IMSS y en el caso de las mujeres, afectaría sus derechos, protegidos en el artículo 123 constitucional, fracción quinta” destacó el especialista en derecho laboral (véase: periódico *La Jornada*, 05/04/2010).

Por otro lado, la consecuencia de querer implementar la Reforma Laboral del PAN es porque sus administraciones han apostado a salarios sumamente bajos como herramienta competitiva y antiinflacionaria, sin tener, propiamente, un mercado interno sólido, donde incluso la ocupación informal está llegando a niveles preocupantes: 12.5 millones de personas de 43.6 millones de la PEA, representando el 28.6%, casi una tercera parte; y la propuesta de flexibilizar las normas laborales sólo conseguirá precarizar aún más los puestos de trabajo, porque las administraciones del PAN no han entendido que la crisis de empleo actual, en México, no es producto de la rigidez laboral sino consecuencia de las crisis económicas en nuestro país y a nivel mundial. Es decir, no podemos hablar del desempleo por causas simples de rigidez o por cuestiones competitivas únicamente; cuando es evidente que se tiene un problema severo al interior de la economía mexicana, ya que los empleos van ligados con el crecimiento económico, el cual, en casi 30 años (1982-2011) ha sido de una tasa media anual de 2.6%. Véase: *Crecimiento mediocre en tres décadas* en el periódico *El Financiero*, martes 25 de octubre del 2011 [Calva, José Luis (2006), en *Balance del Neoliberalismo*; Mántey (2011) “Inversión Extranjera, la gran beneficiaria de la política económica” Programa de radio *Momento Económico*, IIEc UNAM, con fechas del 7 y 14 de octubre del año 2010].

Pareciera que todos, alrededor del mundo, saben qué país es México, menos nosotros mismos. El Premio Nobel en Ciencias Económicas 2000, James J. Heckman, que visitó nuestro país durante su participación en la conferencia internacional *Retos y estrategias para promover el crecimiento económico* el 18 de octubre del año 2009, aseguró que la economía mexicana “mantiene un sorprendente nivel de desigualdad”. Agregó: “México tiene una cultura política y económica de capitalismo de amigos”. Agregando además que “en los pasados 20 años el crecimiento de la productividad en México ha sido negativo, y esto debería ser preocupante para cualquier interesado en el bienestar social de los trabajadores mexicanos” (Véase: periódico *La Jornada*, 29 de octubre del 2009).

capacidad ociosa y por el llamado *bono demográfico*. Lo anterior es fundamental para no sólo depender del sector externo.

Por otro lado, la política monetaria y el tipo de cambio en México –al ser altamente rígidos– han impactado negativamente en la economía mexicana, es decir, no han contribuido a establecer condiciones propicias para el crecimiento económico con fundamentos internos sólidos, ya que al mantener una *inflación estructural* se ha provocado no sólo no solucionar los problemas inherentes al nacimiento de la época del “cambio estructural” sino enfocar equivocadamente los instrumentos para lograr sus objetivos.

Por ello, México requiere de una nueva política monetaria cuyo objetivo central sea la estabilidad de precios con crecimiento económico. Es decir, mantener niveles estables de inflación siempre va a ser un requisito necesario para el crecimiento sostenido y sustentable de nuestra economía; sin embargo, como hemos visto, la estabilidad de precios no garantiza el crecimiento económico, y de poco sirve tenerla si la economía se encuentra estancada y dependiente del sector externo. Por lo tanto, nuestro país requiere un cambio en el esquema de objetivos de inflación (*Inflation Targeting*) debido a que ha sido anacrónico; es decir, el esquema actual de objetivos de inflación ha funcionado bajo un contexto de *no identificación* de las verdaderas causas de inflación en nuestro país, lo que ha provocado, regresar de nuevo, al abuso en la sobrevaluación del tipo de cambio –mediante flotación *sucia*– como herramienta del control de precios. Además, el Banco de México aplica la misma “receta” para el concepto de inflación subyacente¹³⁸ ante movimientos inflacionarios diferentes. Por todo lo anterior, el objetivo principal del instituto central no ha sido consistente a lo largo del periodo de investigación, manifestándose la dificultad del Banco Central para lograr su meta (3% +/- 1%), pero sí ha afectado severamente a la economía interna. Por ello es imperativo aceptar el problema de *inflación estructural* y ocuparnos de ella, lo que permitiría conjuntar estrategias adecuadas para obtener mejores resultados (véase apéndice, Cuadro 2).

¹³⁸ La inflación subyacente (*core inflation*) es el incremento continuo de los precios de un subconjunto de bienes y servicios que conforman el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) para facilitar la lectura de la tendencia general de la inflación. La inflación subyacente excluye los precios de los bienes y servicios más volátiles de la economía. Es una clasificación de gran utilidad para tomar decisiones de política monetaria debido a que los precios de los bienes y servicios que integran la canasta con la que se mide dicha inflación no están sujetos a decisiones de carácter administrativo, estacionalidad o alta volatilidad. La inflación subyacente se forma a partir de un subíndice del INPC representado por productos con bajo grado de volatilidad (Villarreal 2010).

APÉNDICE

*Cuadro 1***PIB real y PIB per cápita real**

(Pesos constantes de 1993 y sus variaciones porcentuales)

Año	PIB total (Millones de pesos)	Variación real (%)	PIB per cápita (Miles de pesos)	Variación real (%)
1950	153,980		5,970	
1951	165,954	7.8	6,242	4.6
1952	172,636	4.0	6,300	0.9
1953	173,193	0.3	6,132	-2.7
1954	190,457	10.0	6,542	6.7
1955	206,606	8.5	6,884	5.2
1956	220,807	6.9	7,138	3.7
1957	237,514	7.6	7,449	4.4
1958	250,046	5.3	7,608	2.1
1959	257,562	3.0	7,602	-0.1
1960	278,445	8.1	7,973	4.9
1961	290,472	4.3	8,027	0.7
1962	303,424	4.5	8,107	1.0
1963	326,308	7.5	8,430	4.0
1964	362,239	11.0	9,049	7.3
1965	384,512	6.1	9,287	2.6
1966	407,953	6.1	9,527	2.6
1967	431,838	5.9	9,751	2.4

1968	472,531	9.4	10,317	5.8
1969	488,686	3.4	10,316	0.0
1970	520,462	6.5	10,792	4.6
1971	540,044	3.8	10,839	0.4
1972	584,484	8.2	11,354	4.8
1973	630,431	7.9	11,853	4.4
1974	666,850	5.8	12,135	2.4
1975	705,157	5.7	12,420	2.3
1976	736,307	4.4	12,552	1.1
1977	761,272	3.4	12,560	0.1
1978	829,459	9.0	13,246	5.5
1979	909,901	9.7	14,063	6.2
1980	993,914	9.2	14,868	5.7
1981	1,081,107	8.8	15,860	6.7
1982	1,074,318	-0.6	15,456	-2.5
1983	1,029,237	-4.2	14,521	-6.0
1984	1,066,394	3.6	14,755	1.6
1985	1,094,050	2.6	14,845	0.6
1986	1,052,980	-3.8	14,012	-5.6
1987	1,072,521	1.9	13,996	-0.1
1988	1,085,878	1.2	13,897	-0.7
1989	1,122,239	3.3	14,087	1.4
1990	1,172,118	4.4	14,426	2.4
1991	1,214,629	3.6	14,609	1.3
1992	1,248,699	2.8	14,667	0.4
1993	1,256,196	0.6	14,429	-1.6

1993	1,528,707	2.3	17,560	
1994	1,602,048	4.8	17,983	2.4
1995	1,502,263	-6.2	16,480	-8.4
1996	1,584,688	5.5	17,152	4.1
1997	1,699,712	7.3	17,979	4.8
1998	1,783,954	5.0	18,440	2.6
1999	1,847,765	3.6	18,665	1.2
2000	1,957,991	6.0	20,085	7.6
2001	1,939,341	-1.0	19,666	-2.1
2002	1,941,072	0.1	19,458	-1.1
2003	1,967,223	1.3	19,495	0.2
2004	2,046,861	4.0	20,051	2.9
2005	2,112,471	3.2	20,457	2.0
2006	2,216,673	4.9	21,136	3.3
2007	2,290,730	3.3	21,653	2.4
2008	2,324,866	1.5	21,792	0.6
2009	2,172,867	-6.5	20,203	-7.3
2010	2,280,640	5.0	20,716	2.5
2011	2,370,464	3.9	21,138	2.0

Fuente: INEGI

Mecanismos de intervención en el mercado cambiario

Desde 1996 hasta la actualidad la Comisión de Cambios ha implementado diferentes mecanismos de intervención en el mercado de divisas, entre los que se pueden mencionar los siguientes:

a) *Compras de dólares a instituciones de crédito mediante el mecanismo de opciones.* Establecido desde 1996 este es un mecanismo para incrementar las reservas de divisas, aprovechando los periodos en que “el mercado está ofrecido”. Para este fin, coloca opciones de venta de dólares entre los intermediarios financieros, las cuales sólo pueden ser ejercidas si se cumple la condición de que el tipo de cambio (*fix*)¹³⁹ del día anterior no sea mayor al promedio de los últimos 20 días (Werner y Milo 1998).

b) *Ventas de dólares a través del mecanismo de subasta.* Esta medida se aplica sólo cuando hay condiciones desordenadas en el mercado de cambios, entendiéndose como tales las variaciones del tipo de cambio (*fix*) superiores al 2% en un solo día. Los montos de las subastas son relativamente pequeños, usualmente de 200 millones de dólares, para no influir en el nivel del tipo de cambio de flotación (Mántey 1998).

c) *Mecanismo de subasta diaria de dólares.* Esta acción se reactiva como parte del sistema de subastas diarias de dólares para proveer “liquidez al mercado cambiario en caso necesario” y preservar su “funcionamiento ordenado”, ante condiciones desfavorables en los mercados financieros internacionales.¹⁴⁰

¹³⁹ El tipo de cambio (*fix*) se determina por el Banco de México con base en un promedio de cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente, y que son obtenidas de plataformas de transacción cambiaria y otros medios electrónicos con representatividad en el mercado de cambios. El Banco de México da a conocer el *fix* a partir de las 12:00 horas de todos los días hábiles bancarios, se publica en el Diario Oficial de la Federación (DOF) un día hábil bancario después de la fecha de determinación y se utiliza para solventar obligaciones denominadas en dólares liquidables en la República Mexicana al día siguiente de la publicación en el DOF. (Véase: <http://www.banxico.org.mx/tipcamb/llevarTiposCambioAction.do?idioma=sp>).

¹⁴⁰ La Comisión de Cambios es la encargada de anunciar, bajo condiciones desfavorables en los mercados, llevar a cabo subastas de mayor cantidad que los 200 md habituales (por ejemplo, 400 md diarios, 600 md, etc.) manteniéndose atenta, en caso de que el peso alcance una depreciación de dos por ciento o mayor. Esto con la finalidad de influir en el nivel de tipo de cambio flotante. También esta acción se conoce como *opciones put* por

Cuadro 2

Año	Meta	Inflación	Tasa de interés Cetes 28 días	Tasa de crecimiento PIB
1990	-	29.9	34.8	5.2
1991	-	18.8	19.3	4.2
1992	-	11.9	15.6	3.5
1993	-	8.0	15.0	1.9
1994	-	7.07	14.1	4.8
1995	-	55.39	48.4	-6.2
1996	-	28.21	31.4	5.1
1997	-	15.91	19.8	6.8
1998	-	18.82	24.8	4.9
1999	-	12.54	21.4	3.9
2000	-	9.02	15.2	6.6
2001	3 (+/- 1%)	4.48	11.3	-0.2
2002	3	5.75	7.1	0.8
2003	3	4.04	6.2	1.4
2004	3	5.27	6.8	4.2
2005	3	3.39	9.3	3.0
2006	3	4.14	7.2	4.8
2007	3	3.84	7.2	3.3
2008	3	6.59	7.7	1.5

venta de dólares, es decir, se dejará de tener posición vendedora de opciones y ahora ofrecerá, por ejemplo, 400 md diarios en el mercado.

2009	3	3.61	5.4	-6.5
2010	3	4.56	4.4	5.4
2011	3	3.87	4.4	3.9

Fuente: Elaboración propia con datos del CEFPE Cámara de Diputados y Banco de México.

*Las partes sombreadas indican el logro de la meta inflacionaria dentro del rango establecido por el Banco de México desde 2001. Sin embargo, a lo largo de la investigación establecemos que los niveles de inflación, dentro del rango, es más por el deterioro del mercado interno y por la situación de crisis como la *punto com*, manifestada entre 1997-2001, la crisis hipotecaria *suprime en los Estados Unidos* y la situación actual de desaceleración mundial.

BIBLIOGRAFÍA

- AMPUDIA MÁRQUEZ, NORA C. (2007), "Política monetaria, restricción crediticia y empleo" en *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México, UNAM FES Acatlán, DGAPA, pp. 103-112.
- ASPE, PEDRO (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 70-80.
- BANCO MUNDIAL, *Informe Anual 2003*.
- BANCO DE MÉXICO, *Informe Anual*, varios años.
- BANDA HUMBERTO Y SUSANA CHACÓN (2005), "La crisis financiera mexicana de 1994: una visión política-económica" en *Foro Internacional* 181, julio-septiembre, volumen XVI-3, COLMEX, México, pp. 455-465.
- BAQUEIRO A., Y S. GHIGLIAZZA (1983), "La política monetaria en México: el marco institucional", en H. E. González (Ed.), *El sistema económico mexicano: un análisis sobre su situación*, México, Premia Editores, pp. 18-30.
- BAZDRECH PARADA, CARLOS Y DAVID MAYER FOULKES (2006), "Hacia un consenso para el crecimiento económico de México" en *Revista Economía UNAM*, vol. 3, núm. 8, pp.39-53.
- BERNANKE, BEN S. Y MARK GERTLER (1990), "Financial fragility and economic performance", en *Quarterly Journal of Economics*, número 105, febrero, pp. 87-114.
- BERNANKE, BEN S., MARK GERTLER Y SIMON GILCHRIST (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1 (edición de John Taylor y Michael Woodford), North-Holland, Amsterdam.
- BIRD, G. & RAJAN, R. (2003), "Too Much of a Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises", *World Economy*, 26, 6, pp. 873-880.

BRASSER-PEREIRA, LUIZ CARLOS (2009), "La tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio" en *Revista Economía UNAM*, número 18, UNAM-IIEC, septiembre-diciembre, México, pp. 75-88.

CARTENS, A. G. Y A. M. WERNER (1999), "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime", Banco de México, documento de investigación, número 99-05, mayo, pp. 1-18.

CASTELLANOS, SARA G. (2000), "El efecto del *corto* sobre la estructura de las tasas de interés", Documento de investigación No. 2000-1, Banco de México, Junio.

CLARA GARCÍA E ILIANA OLIVÉ (2000), "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes" en *Comercio Exterior*, vol. 50, núm. 6. Universidad Complutense de Madrid, pp. 478-483.

CRUZ, BLANCO ALBERTO MORITZ (2006), "Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano" en revista *Economía UNAM*, vol. 3, número 8, mayo-agosto, México, pp. 115-124.

CRUZ, M. Y WALTERS, B. (2006), "Buscando estabilidad financiera: la experiencia mexicana a partir de la crisis de 1994-95", en *Problemas del Desarrollo*, IIEc UNAM, pp. 1-32.

DÍAZ DE LEÓN, A. Y L. GREENHAM (2001), "Política monetaria y tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México" en *Economía Mexicana Nueva Época*, CIDE, volumen X, número 2, pp. 213-258. DIMITRI VITAS (1992), "Financial regulation. Changing the rules of the game". Washington, D. C. The World Bank.

DOMAC, I. Y M. S. MARTÍNEZ (2000), "Banking crises and Exchange rate regimes. It's there a link?" en *World Bank, Policy Research, Working Paper*, núm. 1247, noviembre 30, pp.25.

DORNBUSCH, RUDIGER Y YUNG C. PARK (1994), "Financial Opening, Policy Lessons for Korea", Korea Institute of Finance, International Center for Economic Growth, Korea, 1995.

ESQUIVEL, G., (2005), "México: en pos del crecimiento" en J.A. Aguilar (comp.) *México: crónicas de un país posible*, México, Fondo de Cultura Económica-CONACULTA, pp. 51-58, 84-106.

FERNÁNDEZ RUIZ, JORGE (2004), "Flujos de capital externo y crisis financieras en los países en desarrollo: la experiencia de la década de los noventa" en *Foro Internacional* 177, El Colegio de México, volumen XLIV, número 3, julio-septiembre, pp. 453-472.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2002), "Condicionalidad del FMI", Ficha Técnica, 4 de diciembre.

FRYDMAN, ROMAN Y MICHAEL D. GOLDBERG (2010), "The Imperfect Knowledge Imperative in Modern Macroeconomics and Finance Theory", Prepared for the Conference on Microfoundations for Modern Macroeconomics, Center on Capitalism and Society, Columbia University, November 19-20, pp. 37-47.

GALINDO, LUIS MIGUEL Y JAIME ROSS (2005), "Banco de México: política de metas de inflación", Síntesis del trabajo presentado en la Conferencia de Amherst/CEDES sobre metas de inflación, Buenos Aires. Pp. 82-88.

GARCÍA, P. & SOTO, C. (2004), "Large Hoardings of international reserves", Central Bank of Chile Working Papers, núm. 299, pp. 1-39.

GIRÓN ALICIA Y ALMA CHAPOY (2009), "Financiarización y titulización: un momento Minsky" en *Revista Economía UNAM*, Vol. 6, número 16, pp.54

GONZÁLEZ MÉNDEZ, HÉCTOR E. (1993) "Desregulación financiera en México"; *Monetaria*, No. 2, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), pp. 178-179.

GUERRA DE LUNA, ALFONSO Y SÁNCHEZ VALADÉZ MANUEL (2004), "Política Monetaria y Crédito Interno Neto: Una Lectura a través de los Balances del Banco de México", Banco de México, pp. 33.

GUILLÉN R., ARTURO (2003), "La recesión estadounidense y su impacto en la economía mexicana", pp. 1-36.

GUERRERO DE LIZARDI, CARLOS Y CARLOS M. URZÚA (2007), "Reflexiones sobre la política cambiaria en México" en *Macroeconomía del Crecimiento Sostenido, Agenda para el Desarrollo*, Vol. 4, México, Miguel Ángel Porrúa. Pp. 155- 160.

GUTIÉRREZ, ABELARDO Y ERÉNDIRA AVENDAÑO (2006), "Inflación y Desinflación en México" en Carlos Javier Cabrera Adame (coord.), *Cambio estructural de la economía mexicana*, México, Facultad de Economía, UNAM, pp. 247-329.

HEATH, JONATHAN (2007), "Para entender el Banco de México", Nostra Ediciones, México, pp.11-55.

HEIDENSOHN, KLAUS (1985), *Biblioteca práctica de la economía [Book of Money]*, volumen 1 y 2, Barcelona España, Océano, pp. 28-33, 128-146, 150-156.

HERNÁNDEZ SAMPIERI, ROBERTO; CARLOS FERNÁNDEZ Y PILAR BAPTISTA (2008), *Metodología de la investigación*, Editorial McGraw-Hill, 4ª. edición, pp. 3-11, 26-28, 121-127.

HUERTA GONZÁLEZ, ARTURO (2009), *Hacia el colapso de la economía mexicana: Diagnóstico, pronósticos y alternativas*, México, Facultad de Economía, UNAM, pp. 19-40.

HOFNER, F. (2004), "Foreing exchange intervention as a monetary policy instrument", *Evidence for inflation targeting countries*, Alemania, Physica-Verlang Heidelberg.

INTERNATIONAL MONETARY FOUND (2001), "Conditionality in Found Supported Programs: External Consultations", Washington, IMF, pp. 23-28.

KAHNEMAN Y TVERSKY (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decisión under Risk" en *Econometrica*, pp. 263-291.

KEYNES, JOHN MAYNARD (2003), *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 54-57, 72-88, 147-156, 197-200.

KRUGMAN, PAUL, Y ROBINS WELLS (2008), *Introducción a la Economía (Macroeconomía)*, Editorial Reverté, pp. 342-357, 460-483.

KRUGMAN, PAUL (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W.W. Norton Company Limited, pp. 14-31.

LEÓN, JOSEFINA Y DE LA ROSA, JUAN (2005), "Política monetaria, cortos y estabilidad macroeconómica" en *Análisis Económico*, número 43, volumen XX, pp. 291-319.

LEÓN LEÓN, JOSEFINA (2010), "Reflexiones críticas sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Banco de México", UAM Azcapotzalco, México, pp. 1-22.

LEVY ORLIK, NOEMI (2006), "Profundización financiera y restricción crediticia" en *Revista Economía Informa*, número 343, UNAM-IIEC, noviembre-diciembre, México, pp.54-64.

LÓPEZ SANTOS, TERESA (2007), "Política monetaria y cambiaria en México: del ancla nominal a la flotación sucia" en *Macroeconomía del crecimiento sostenido Agenda para el desarrollo*, Vol. 4, José Luis Calva (coordinador), UNAM-Miguel Ángel Porrúa, México, pp. 131-151.

MANSELL CARSTENS, CATHERINE (1992), "Las nuevas finanzas en México", Editorial Milenio, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF), Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), pp. 3-12, 54-57, 68-75, 180-189.

MÁNTEY, GUADALUPE (2010), "Una propuesta de ajuste estructural con crecimiento" en *Crisis y cambio estructural, una nueva agenda de política*, Etelberto Ortiz Cruz (coord.), 1ª. edición, Universidad Autónoma Metropolitana, pp. 175-186.

MÁNTEY, GUADALUPE Y NOEMÍ LEVY (2008), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)*, 1ª. edición, México, pp. 9-40.

MÁNTEY, GUADALUPE (2002), "Política monetaria en México" en: *Globalización financiera e integración monetaria*, UNAM-DGPA-Miguel Ángel Porrúa, México, pp. 105-137.

MÁNTEY, GUADALUPE (2003), "Política Monetaria con globalización financiera. Integración monetaria vs. Regulación del crédito" en *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, UNAM-DGPA-Miguel Ángel Porrúa, México, pp. 5-13, 71-99.

MÁNTEY, GUADALUPE (2004), "Inflation targeting and exchange-rate risk in emerging economies subject structural inflation".

MAÑAN, OSCAR M. (2004), "La condicionalidad estructural de las IFIS y la autonomía de la política económica: critica a los argumentos de la impotencia" en *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de economía*, volumen 35 número 139, IIEC UNAM, pp. 187-189.

MARTÍNEZ LORENZA, OSCAR SÁNCHEZ Y ALEJANDRO WERNER (2001), "Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México", Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, marzo, pp. 225-265.

MENDOZA, R. (2004), "International reserve holding in the developing world: self insurance in a crisis-prone era", *Emerging Markets Review*, 5, pp. 61-82.

MINSKY, H. (1986), "Global consequences of financial Deregulation". The Levy Economic Institute of Board College, Working Paper No. 96.

MOORE, B. J. (1988), *Horizontalist and Verticalist: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 176-195.
ODDONE, CARLOS NAHUEL (2004), *Mercados Emergentes y Crisis Financiera Internacional*. Editado por eumed.net; accesible a texto completo en <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/>, pp. 58-60.

ORTÍZ SOTO, OSCAR (2001), *El Dinero, la Teoría, la Política y las Instituciones*, primera edición, México, UNAM Facultad de Economía, pp. 47-54, 86-101, 193-251.

PERROTINI H., IGNACIO (2007), "El nuevo paradigma monetario" en *Revista economía UNAM*, número 11, mayo-agosto, México, pp. 64-82.
REINHART M. CARMEN Y KENNETH S. ROGOFF (2011), *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, 1ª. edición en español, FCE, México, pp. 172-176.

RODRIK, D. (2000), "Exchange rate regimes and institutional arrangements in the shadows of capital flows", mimeo, pp. 1-19.

ROSAS ROJAS EDUARDO (2011), "Intervención esterilizada en los mercados de cambios de América Latina: Brasil, Chile y México" en *Revista Problemas del Desarrollo* 167, octubre-diciembre, pp. 97-120.

SÁNCHEZ ARMANDO, JONATHAN BRUNO MÉNDEZ E IGNACIO PERROTINI (2010), "Política macroeconómica y fuentes de las fluctuaciones de los tipos de cambio en México 1995-2006: un modelo SVAR con restricciones de largo plazo" en *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio: la experiencia mexicana con metas de inflación*, México, Plaza y Valdez Editores, pp. 127-132.

SOTO ESQUIVEL, ROBERTO (2010), *Especulación e innovación financiera. Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México*, 1ª. edición, UNAM FES Aragón-Miguel Ángel Porrúa, México, pp. 27-54.

SHWARTZ, R., MOISÉS J. (1998), "Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria", Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, pp.5-31.

STIGLITZ, JOSEPH E. (2002), *El malestar en la globalización*, 1ª. edición en Punto de lectura, pp. 35-106.

SVENSSON, LARS E. O. (2002), "Monetary policy and real stabilization", en *The Federal Reserve Bank, Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City, pp. 261-280.

TOPOROWSKI, J. (2005), "Limitaciones a la estabilización financiera por los bancos centrales", en G. Mántey y N. Levy (Coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, Cámara de Diputados UNAM, Porrúa, México.

VILLARREAL, RENÉ (2005), *Industrialización, competitividad y desequilibrio externo en México: un enfoque macroindustrial y financiero (1929-2010)*, 5ª. Edición, FCE, pp. 605-609, 631-635.

WERNER, A. Y MILO, A. (1998), "Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso de México", Documento de Investigación del Banco de México, número 9801, pp. 1-36.

REYES, ADRIANA, (2009), "Expectativas 2010" en *Revista Ejecutivos de Finanzas*, IMEF, número 83, noviembre, pp. 25-58.

REYES, ADRIANA, (2010), "¿Qué nos espera? en Expectativas 2011" en *Revista Ejecutivos de Finanzas*, IMEF, número 95, noviembre, pp. 20-64.

REYES ADRIANA (2011), "Expectativas 2011 ¿Debemos preocuparnos?" en *Revista Ejecutivos de Finanzas*, IMEF, número 107, noviembre, pp. 10-68.

Notas Periodísticas y Páginas de Internet Consultadas

Calva, José Luis, "Balance del neoliberalismo" en *El Universal*, México, 20 de enero del 2006.

González Amador, Roberto, "Con tratados de libre comercio se promueve la desigualdad: Stiglitz" en *La Jornada*, México, 22 de septiembre del 2011.

Rodríguez López, Leticia, "Crecimiento mediocre en tres décadas" en *El Financiero*, México, 25 de octubre del 2011.

Sandro Pozzi, "El FMI critica su capacidad para prevenir la crisis en la etapa de Rato", *El país*, España, 20 de febrero de 2011.

Páginas de Internet consultadas

<http://eleconomista.com.mx/columnas/columnaespecialempresas/2010/05/12/mexico-pais-aburrido-krugman>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.worldbank.org/>

<http://www.banxico.org.mx/>

<http://www.diputados.gob.mx/inicio.htm>

<http://www.inegi.org.mx/default.aspx>

<http://eleconomista.com.mx/index.php>

http://www.radiounam.unam.mx/site/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=31&Itemid=27